

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2009

Bc. Marie Kudělková

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění podniku cyklického odvětví  
Valuation of cyclical sector company

Student: Bc. Marie Kudělková

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Zdeněk Zmeškal

Ostrava 2009

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 19. srpna 2009

.....

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Charakteristika cyklického odvětví a oceňovaného podniku.....</b>	<b>4</b>
2.1	Cyklická odvětví.....	4
2.2	Ocelářský průmysl.....	6
2.2.1	Specifika ocelářského odvětví.....	7
2.2.2	Světový ocelářský průmysl .....	8
2.2.3	Ocelářský průmysl v České republice .....	11
2.3	Charakteristika podniku .....	12
2.3.1	Profil podniku .....	12
2.3.1.1	<i>Charakteristika zaniklých společností</i> .....	12
2.3.2	Předmět činnosti .....	13
2.3.3	Organizační struktura společnosti .....	14
2.3.4	Ovládané společnosti .....	15
2.3.5	Propojené společnosti .....	16
2.4	Strategická analýza .....	16
2.4.1	Analýza vnějšího prostředí.....	16
2.4.1.1	<i>Analýza hospodářského růstu</i> .....	17
2.4.1.2	<i>Vývoj inflace</i> .....	17
2.4.1.3	<i>Situace na trhu práce</i> .....	18
2.4.1.4	<i>Vývoj české koruny vůči euru</i> .....	19
2.4.1.5	<i>Analýza platební bilance</i> .....	20
2.4.1.6	<i>Analýza akciového trhu</i> .....	20
2.4.2	Analýza vnitřního prostředí .....	21
2.4.2.1	<i>Odvětví hutnictví v České republice</i> .....	21
2.4.2.2	<i>Odběratelé</i> .....	22
2.4.2.3	<i>Analýza konkurenční síly</i> .....	22
2.4.2.4	<i>Zaměstnanci</i> .....	24
2.4.2.5	<i>Prognóza odvětví</i> .....	25
2.4.2.6	<i>Prognóza relevantního trhu</i> .....	25
2.5	Finanční analýza .....	26
2.5.1	Analýza absolutních ukazatelů .....	26
2.5.1.1	<i>Vertikální analýza rozvahy</i> .....	27
2.5.1.2	<i>Horizontální analýza rozvahy</i> .....	28
2.5.1.3	<i>Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty</i> .....	29
2.5.1.4	<i>Horizontální analýza výkazu Cash flow</i> .....	29
2.5.2	Analýza poměrových ukazatelů .....	30
2.5.2.1	<i>Ukazatele likvidity</i> .....	30
2.5.2.2	<i>Ukazatele rentability</i> .....	31
2.5.2.3	<i>Ukazatele zadluženosti</i> .....	31
2.5.2.4	<i>Ukazatele aktivity</i> .....	32
2.5.2.5	<i>Ukazatele Cash flow</i> .....	33
2.5.3	Bonitní model – Douchova analýza.....	33
<b>3</b>	<b>Popis vybraných metod oceňování podniku .....</b>	<b>35</b>
3.1	Postup při oceňování podniku .....	35
3.1.1	Sběr vstupních dat .....	36
3.1.2	Strategická analýza .....	36

3.1.3	Finanční analýza .....	37
3.2	Metody oceňování podniku .....	39
3.2.1	Vymezení volných finančních toků .....	39
3.2.1.1	<i>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</i> .....	40
3.2.1.2	<i>Investice</i> .....	41
3.2.2	Výnosové metody oceňování .....	41
3.2.2.1	<i>Metody diskontovaných peněžních toků</i> .....	41
3.2.2.2	<i>Technika propočtu a volba časového horizontu výnosových metod</i> .....	43
3.2.2.3	<i>Metoda kapitalizovaných zisků</i> .....	45
3.2.2.4	<i>Metoda ekonomické přidané hodnoty</i> .....	46
3.2.2.5	<i>Metoda tržní přidané hodnoty</i> .....	46
3.2.3	Majetkové metody oceňování .....	47
3.2.3.1	<i>Metoda účetní hodnoty</i> .....	47
3.2.3.2	<i>Metoda substanční hodnoty</i> .....	47
3.2.3.3	<i>Metoda likvidační hodnoty</i> .....	48
3.2.4	Metody tržního porovnání .....	48
3.2.5	Metody kombinované .....	49
3.2.6	Metody oceňování za rizika .....	50
3.2.6.1	<i>Metodologie reálných opcí</i> .....	51
3.2.6.2	<i>Metoda jistotních ekvivalentů</i> .....	51
3.2.6.3	<i>Metoda upraveného nákladu kapitálu</i> .....	51
<b>4</b>	<b>Oceňování podniku cyklického odvětví .....</b>	<b>52</b>
4.1	Analýza a prognóza generátorů hodnoty .....	52
4.2	Sestavení finančního plánu .....	54
4.2.1	Plánovaná výsledovka .....	54
4.2.2	Plánovaný výkaz peněžních toků .....	56
4.2.3	Plánovaná rozvaha .....	58
4.3	Ocenění podniku na základě analýzy výnosů .....	59
4.3.1	Postup sestavení modelu finančních toků .....	59
4.3.2	Metoda DCF – Entity .....	60
4.3.2.1	<i>Analýza citlivosti FCFF</i> .....	63
4.3.3	Metoda DCF – Equity .....	65
4.3.4	Metoda kapitalizovaných zisků .....	65
4.3.5	Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	67
4.3.5.1	<i>Analýza citlivosti ukazatele EVA</i> .....	68
4.3.6	Shrnutí výsledků ocenění .....	69
4.4	Celkové shrnutí k ocenění podniku cyklického odvětví .....	70
<b>5</b>	<b>Závěr .....</b>	<b>72</b>
	Seznam použité literatury .....	74
	Seznam zkratk a symbolů	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

# 1 Úvod

Problematika oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firem. Stanovení hodnoty podniku patří mezi důležité nástroje řízení podniku, neboť otázka hodnoty společnosti je kritériem při taktickém řízení firmy a pro řadu dlouhodobých strategických rozhodnutí managementu.

Před každým oceněním je třeba věnovat pozornost tomu, jak ocenění podniku provést. Zadavatel, pro jehož účely se ocenění provádí, musí mít jasnou představu o tom, co je vlastně předmětem ocenění, a co by mělo být výsledkem. Požadavkem na oceňovatele je, aby určil hodnotu podniku, která je dána očekávanými budoucími příjmy buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku, převedenými na jejich současnou hodnotu.

Podněty k ocenění mohou být různorodé. Existuje celá řada důvodů pro oceňování. Může se jednat o ocenění při koupi nebo prodeji podniku, při vstupu nových společníků do společnosti, nebo při fúzích a přeměnách podniků.

Cílem diplomové práce je provést ocenění podniku cyklického odvětví. Práce se zaměřuje na odvětví ocelářského průmyslu, jehož vývoj se odvíjí od hospodářského cyklu. Konkrétním oceňovaným podnikem cyklického odvětví je v této diplomové práci společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s., která patří k největším výrobcům oceli v České republice.

Metodická část práce obsahuje vymezení volných finančních toků a ucelenou charakteristiku metod stanovení hodnoty podniku, tzn. výnosové, majetkové, tržního porovnání a kombinované metody oceňování. Dále jsou zde stručně uvedeny i aktivní a pasivní metody oceňování za podmínek rizika.

Praktická část je rozdělena do dvou kapitol. V první kapitole je charakterizováno cyklické odvětví ocelářského průmyslu, oceňovaný podnik, a dále obsahuje strategickou a finanční analýzu. Analýza ocelářství je zaměřena na celosvětovou výrobu oceli a obsahuje charakteristiku největších světových producentů oceli. Druhá kapitola obsahuje konkrétní ocenění společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. Její součástí je prognóza generátorů hodnoty podniku, finanční plán a výsledné ocenění podniku na základě analýzy výnosů.

## 2 Charakteristika cyklického odvětví a oceňovaného podniku

Kapitola je zaměřena na charakteristiku odvětví závislých na vývoji hospodářského cyklu, na ocelářský průmysl ve světě i v České republice, a rovněž obsahuje charakteristiku oceňovaného podniku a strategickou analýzu.

### 2.1 Cyklická odvětví

Společnosti, které jsou součástí cyklického odvětví, dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období expanze, zatímco v recesi se dostávají do určitých těžkostí. Zisky těchto společností jsou vysvětlovány opakovanými růsty a poklesy. Jedná se především o zisky podniků ocelářského, leteckého, papírenského a chemického průmyslu, které kolísají v důsledku velkých změn v cenách jejich produktů. V leteckém průmyslu je kolísání zisků způsobeno hlavně nepříznivými makroekonomickými faktory. V papírenském průmyslu je cykličnost ve větší míře řízena průmyslovými faktory, především kapacitou společností.

Nestálé zisky představují další komplikace s oceněním cyklických společností. V souvislosti s oceněním musí být stanovena historická výkonnost. Pokles současné výkonnosti nemusí nutně vyjadřovat dlouhodobý negativní trend, ale spíše může dojít ke změně cyklu.

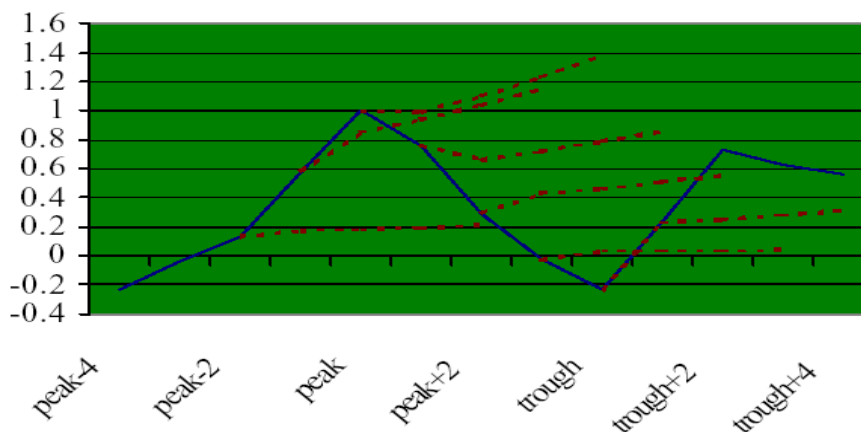
Kurzy akcií cyklických společností mají tendenci k vyšší volatilitě. Otázkou je, jestli přílišná volatilita akciových kurzů těchto společností je v souladu s teorií oceňování metodou diskontovaných peněžních toků. Na první pohled se tedy teorie a skutečnost odlišují.

Zisky cyklického podniku a jeho celková hodnota se oproti jiným společnostem nevyvíjejí obdobně, neboť hodnota podniku vyjádřená metodou *DCF* ukazuje mnohem nižší volatilitu, než vykazují zisky nebo peněžní toky. *DCF* redukuje budoucí očekávané peněžní toky do jedné hodnoty. Vysoké peněžní toky cyklických společností naopak vyrovnávají nízké peněžní toky. Ve skutečnosti mají kurzy akcií cyklických společností vyšší volatilitu, než jejich predikovaná hodnota zjištěná pomocí *DCF*. Pro srovnání teorie a skutečnosti je třeba provést analýzu vlastního kapitálu pomocí prognózovaných budoucích zisků, aby bylo možné posoudit, jestli existuje určité propojení mezi cenou akcie a ziskem na akcii cyklických společností.

Bylo zjištěno, že podniky ve svých prognózách zisku zcela opomíjejí cykličnost. Předpovědi mnohokrát ukazovaly rostoucí trend, zatímco společnosti dosáhly dna nebo vrcholu hospodářské aktivity. Toto se zjistilo na základě analýzy 36 cyklických společností v USA během let 1985 – 1997. Společnosti byly rozděleny do skupin podle podobnosti cyklů (např. tří, čtyř nebo pětileté cykly) a průměrných skutečných i prognózovaných zisků. Následně se porovnaly aktuální zisky společně s odhadovanými budoucími zisky během cyklu.<sup>1</sup>

Graf 2.1 zobrazuje skutečný zisk na akcii (modrá linie) a prognózovaný zisk (přerušovaná linie) na akcii patnácti amerických společností v průběhu čtyřletého cyklu. Jedná se o společnosti hutního a zpracovatelského průmyslu. Výsledkem analýzy je, že cyklické společnosti by neměly předvídat zisky na delší období, ale pouze na 1 rok, neboť předpovědi ne vždy připouští existenci cyklu. Analytici totiž mají často tendenci vyhnout se těmto prognózám, především pokud se jedná o období poklesu hospodářské aktivity, nebo v případě dosažení dna.

**Graf 2.1 Skutečný a prognózovaný zisk na akcii 15 cyklických společností v USA**



Pramen: <http://people.few.eur.nl/steenbeek/papers/cyclicals.pdf>

Předvídaní hospodářských cyklů je velmi obtížné, především pokud se jedná o inflexní, neboli obrátníkové body. Nicméně, analytici by neměli být znepokojeni, jestliže se akciový trh zcela odlišuje od hospodářského cyklu, v důsledku analýz zisku. Cyklická společnost se z něj může „vymanit“ a přesunout do jiného, který leží buď níže, nebo výše.

<sup>1</sup> Více viz: KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th ed. Hoboken: Wiley, 2005. xviii, s. 655 – 656. ISBN 0-471-70221-8.



Zodpovědný přístup k ocenění je založen na sestavení dvou scénářů. Pokud se předpokládá, že hospodářství je na vrcholu své aktivity, měl by být vytvořen jeden scénář na 50 % pravděpodobnosti, že hospodářský cyklus bude následovat minulost, a že v příštích měsících, nebo letech, dojde k poklesu výkonnosti. Druhý scénář, rovněž s pravděpodobností 50 %, bude předpokládat změnu dlouhodobého trendu hospodářského cyklu, který bude společnost následovat. Hodnota podniku se pak vyjádří jako vážený průměr hodnot obou scénářů.

Přístup k ocenění na základě scénářů je následující.

- Konstrukce a ocenění cyklického scénáře využívající informace minulých hospodářských cyklů. Je třeba obzvlášť dávat pozor na vývoj dlouhodobých trendových linií provozního zisku, cash flow a rentability investovaného kapitálu (*ROIC – Return on Invested Capital*), protože tyto ukazatele mají největší dopad na ocenění. Je třeba se ujistit, jestli je pokračující hodnota stanovena na normalizované ziskové úrovni (např. určitý bod na dlouhodobé trendové linii cash flow podniku).
- Konstrukce a ocenění scénáře nové trendové linie závisí na současné výkonnosti podniku. Pozornost je opět zaměřena především na dlouhodobý trend.
- Vyvinout ekonomický základ pro oba scénáře, zahrnout faktory jako požadovaný růst, příchod nových společností nebo odchod společností z odvětví.
- Určit pravděpodobnosti scénářů a přiřadit váhu každému scénáři.

## 2.2 Ocelářský průmysl

První zmínky o oceli se datují již od 3. tisíciletí před naším letopočtem. Ocel je definována jako slitina železa a uhlíku. Historie ocelářského průmyslu ale započala během 1. poloviny 19. století. Iniciátorem byl Henry Bessemer z Velké Británie, který si nechal patentovat nový zkujňovací postup, po něm pojmenovaný jako tzv. Bessemerování. Vlivem této nové metody se výroba oceli výrazně změnila a bylo tak možné produkovat větší množství oceli za nižší cenu. Nesporný význam oceli potvrzuje skutečnost, že se stala s celosvětovým objemem výroby přes 1 300 milionu tun (v roce 2008) nejčastěji vyráběným kovovým materiálem.

### 2.2.1 Specifika ocelářského odvětví

Ocelářské odvětví má některá specifika, jimiž se výrazně liší od ostatních odvětví. Hlavními specifiky jsou vysoká energetická náročnost, závislost na vstupních surovinách, kvalifikovaná pracovní síla, geografická koncentrace zákazníků, dobrá dopravní poloha (zejm. železniční a silniční), úzké dodavatelsko-odběratelské vztahy a menší počet zákazníků.

Cyklický charakter ocelářského průmyslu ukazuje, že poptávka a ceny úzce souvisí s obecnými ekonomickými trendy. Změny skladových zásob mohou mít rovněž značný vliv na cenovou hladinu, a to přesto, že zákazníci stále častěji požadují dodávky zboží v přesně stanoveném termínu.

V růstovém období je dlouhodobou strategií podniků ocelářského průmyslu zvyšovat podíl výrobků s vyšší přidanou hodnotou, a to zejména efektivními investicemi a intenzivním budováním výrobních řetězců včetně akvizicí směrem ke konečným uživatelům tak, aby byly ocelářské podniky co nejlépe připraveny na období poklesu.

Obavy z cyklů vedou zejména západoevropské výrobce ke snaze raději dobrovolně omezovat přechodně výrobu, než připustit cenový propad. Vycházejí ze zkušenosti, že poptávka se dokáže zotavit mnohem rychleji než ceny. Od dodávek podle existujících norem se stále více přechází na mnohem užší formy sepětí dodavatele s odběratelem, jedná se především o stále častější dodávky na základě individuálních požadavků odběratele. S tím souvisí i změna v marketingové politice, neboť dlouhodobí zákazníci by neměli přijít s požadavky na dodávky dříve, než si připraví své zpracovatelské programy. Marketing jako metoda analýzy potřeb trhu představuje v ocelářství pasivní metodu hledání možností odbytu, v současnosti převládá ve světě přechod od jednoduššího vyhledávání odbytových možností k jejich přímému vytváření za účinné stimulace ze strany ocelářských podniků.

Dlouhodobým cílem je, aby se zahraniční obchod s ocelí plně liberalizoval, přičemž stále více než 50 zemí světa rozvíjí ochrannářskou obchodní legislativu. Pokračuje tendence ve vytváření velkých společností, jejich úspěšným protipólem jsou menší, často regionálně orientované podniky. Globalizace obchodu s ocelí, internacionalizace ocelářského průmyslu, nevyvážené rozdělení regionální výroby oceli a poptávky po oceli přináší velké problémy v podobě přebytků kapacit výroby vyjádřených v desítkách milionů tun ocelářské produkce v některých regionech.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Více viz internetové stránky Hutnictví železa, a.s.: <http://www.hz.cz/cz/zmeny-a-image-ocelarstvi>.

### 2.2.2 Světový ocelářský průmysl

V letech 2000 – 2005 rostla světová produkce oceli průměrným tempem 6 % ročně, v roce 2007 se zvýšila meziročně na 1 345,5 milionu tun, tzn. meziroční růst byl 7,5 %, jednalo se o historicky největší růst. V roce 2007 se ale tempo růstu produkce zpomalilo ve všech hlavních regionech, a to v Číně, Evropské unii a USA. Jediným regionem, kde došlo k většímu růstu produkce, než bylo v předcházejícím roce, byl Blízký východ.

Nejrychleji rostoucím regionem zůstala v roce 2007 Čína, kde se roční produkce zvýšila o 15,7 %. Z ostatních oblastí rostla nejvíce Brazílie, a to o 9,3 % a Indie o 7,3 %. V Rusku zůstala ocelová produkce téměř nezměněna.

V roce 2008 bylo na celém světě vyrobeno 1 329 milionu tun. Země produkující nejvíce oceli jsou uvedeny v Tab. 2.1. Nejvíce oceli bylo vyrobeno v Číně: 500,5 milionu tun, tj. 37,6 % světové produkce. V celé Evropské unii se vyrobilo 198,6 milionu tun (15 %). V rámci EU bylo nejvíce oceli vyrobeno v Německu (45,8 mil. tun). Česká republika je zařazena mezi prvních třicet producentů, s produkcí 6,4 milionu tun oceli v roce 2008.

**Tab. 2.1 Největší producenti oceli v roce 2008 – státy**

Pořadí	Země	Produkce mil. t/rok	Podíl světové produkce (%)	Pořadí	Země	Produkce mil. t/rok	Podíl světové produkce (%)
1	Čína	550,5	37,6	10	Itálie	30,5	2,3
	EU (27)	198,6	14,9	11	Turecko	26,4	2,0
2	Japonsko	118,7	8,9	12	Taiwan	20,2	1,5
3	USA	91,5	6,9	13	Španělsko	19,1	1,4
4	Rusko	68,5	5,2	14	Francie	17,9	1,3
5	Indie	55,1	4,1	15	Mexiko	17,6	1,3
6	Jižní Korea	53,5	4,0	16	Kanada	15,1	1,1
7	Německo	45,8	3,5	17	Anglie	13,5	1,0
8	Ukrajina	37,1	2,8	18	Belgie	10,9	0,8
9	Brazílie	33,7	2,5	19	Írán	10,0	0,7

Pramen: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Ocel>

Na prvních třech místech největších světových producentů oceli nedošlo od roku 2006 ke změně (viz Tab. 2.2). Největším producentem oceli je společnost ArcelorMittal s výrobou 116,4 milionu tun v roce 2007, dále Nippon Steel (35,7 mil. tun) a JFE (34,0 mil. tun).

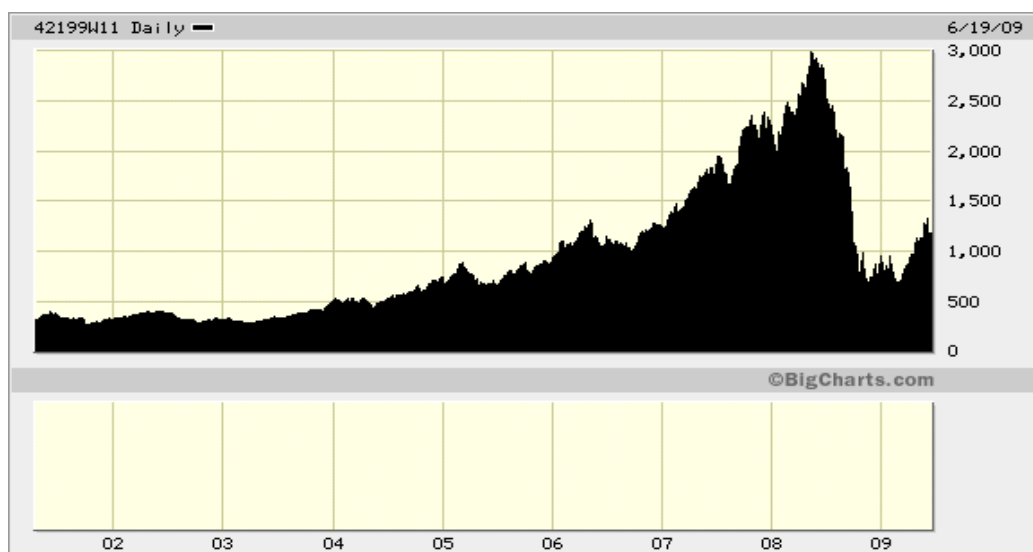
**Tab. 2.2 Největší ocelářské společnosti z hlediska produkce v letech 2006 – 2007**

2007		2006			2007		2006		
Pořadí	Mil. t	Pořadí	Mil. t	Společnost	Pořadí	Mil. t	Pořadí	Mil. t	Společnost
1	116,4	1	117,2	ArcelorMittal	16	17,0	13	16,8	ThyssenKrupp
2	35,7	2	34,7	Nippon Steel	17	16,2	14	16,1	Evráz
3	34,0	3	32,0	JFE	18	14,2	23	10,9	Maanshan
4	31,1	4	30,1	POSCO	19	13,9	19	13,5	SAIL
5	28,6	6	22,5	Baosteel	20	13,8	18	13,6	Sumitomo
6	26,5	45	6,4	Tata Steel	21	13,3	21	12,5	Magnitogorsk
7	23,6	5	22,6	Anshan-Benxi	22	13,1	20	12,8	Techint
8	22,9	17	14,6	Jiangsu Shagang	23	12,9	25	10,5	Shougang
9	22,8	9	19,1	Tangshan	24	12,1	22	11,2	Jinan
10	21,5	7	21,2	U. S. Steel	25	11,7	24	10,8	Laiwu
11	20,2	16	15,1	Wuhan	26	11,1	27	9,9	Hunan Valin
12	20,0	8	20,3	Nucor	27	10,9	25	10,7	China Steel
13	18,6	15	15,6	Gerdau Group	28	10,1	28	9,8	IMIDRO
14	17,9	11	18,2	Riva	29	10,0	30	8,9	Hyundai
15	17,3	12	17,5	Severstal	30	9,7	29	9,1	Novolipetsk

Pramen: <http://www.worldsteel.org/?action=storypages&id=284>

NYSE Arca Steel Index, porovnávající 26 největších světových ocelářských firem, vzrostl z úrovně 300 – 400 bodů v letech 2001 až 2003 na 3 000 bodů v 1. polovině roku 2008, do konce roku ale index klesl až pod hranici 1 000 bodů. Od počátku roku 2009 má index rostoucí trend.

**Graf 2.2 NYSE Arca Steel Index**



Pramen: <http://bigcharts.marketwatch.com/>

Dow Jones U.S. Iron & Steel Index, zahrnující 48 železářských a ocelářských společností, kolísal od února 2000 do 31. 3. 2003, kdy dosáhl svého minima 48,35 bodů, mezi 50 a 100 body. Od dubna 2003 měl index rostoucí trend až do 12. 5. 2008, kdy dosáhl maxima 556,18 bodů. Dále index vykazoval klesající trend až do listopadu 2008, kdy měl 118 bodů. Následující rostoucí trend trval jen do února 2009, kdy index klesl z téměř 200 bodů v prosinci 2008 na 123 bodů.

**Graf 2.3 Dow Jones U.S. Iron & Steel Index**



*Pramen:* [http://moneycentral.msn.com/detail/stock\\_quote?symbol=\\$DJUSST&ww=1](http://moneycentral.msn.com/detail/stock_quote?symbol=$DJUSST&ww=1)

Z dlouhodobějšího vývoje objemů výroby oceli a indexů ocelářských společností lze konstatovat, že situační podmínky ocelářských podniků v závislosti na situaci na trhu cyklují mezi vysokou konjunkturou a stavem, který lze označit jako krizový. Ukazuje se, že délka cyklu se zpravidla pohybuje mezi 4 až 6 lety. Na počátku 21. století postihla krize ocelářského průmyslu zejména Evropu a Japonsko, což přivedlo mnoho podniků v těchto regionech do ztrát, zatímco ocelářské podniky v ČR vlivem zvládnutí velkých objemů exportu a s využitím dočasných komparativních výhod zůstaly v pásmu zisku.

V důsledku hospodářské krize zažije v roce 2009 celosvětový ocelářský průmysl největší propad od 2. světové války. Pokles poptávky dosáhne proti roku 2008 téměř 15 %. Rekordní rok 2008 (1,2 mld. tun) vystřídá rok 2009 s produkcí 1,02 mld. tun. Nejméně se projeví na Indii, Brazílii a Číně.<sup>3</sup>

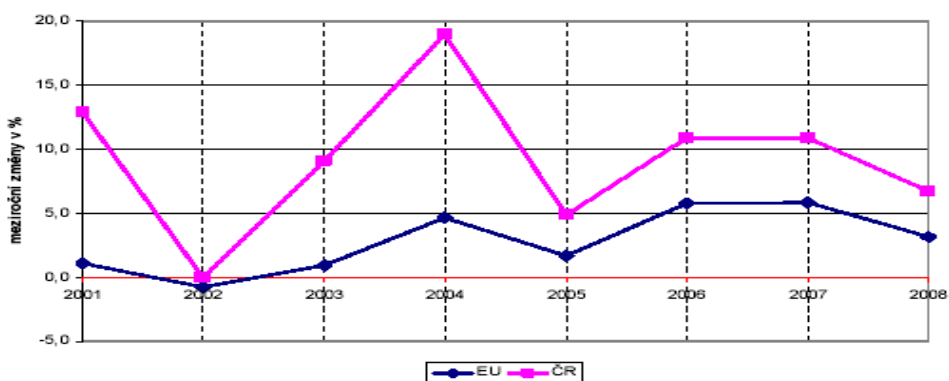
<sup>3</sup> Více viz analýza světové ocelářské asociace WSA: <http://ekonomika.ihned.cz/c1-36883300-celosvetovy-ocelarsky-prumysl-zazije-nejvetsi-propad-od-2-svetove-valky>.

### 2.2.3 Ocelářský průmysl v České republice

Po relativním růstu ocelářského průmyslu od roku 2001, došlo zejména ve 4. čtvrtletí 2008 k výraznému poklesu ocelářské produkce, který nadále pokračuje i v roce 2009. Ceny produkce v rámci oboru OKEČ 27 (Hutnictví a zpracování kovů) stouply v roce 2007 meziročně o 8,4 % a v rámci hutnictví železa (27.1 – 27.3) o 12,7 %. V roce 2008 vzrostly ceny oboru OKEČ 27 meziročně o 6,7 % a ceny oboru 27.1 se zvýšily meziročně o 11,8 %, oboru 27.2 o 2,9 % a 27.3 vzrostly jen mírně o 1,6 %.

Hlavním odběratelským odvětvím v České republice je kovodělný průmysl, strojírenství, stavebnictví a automobilový průmysl. Spotřeba ocelářských výrobků v ČR těsně kopíruje vývoj ve státech EU. Tento vývoj je znázorněn v Grafu 2.4.

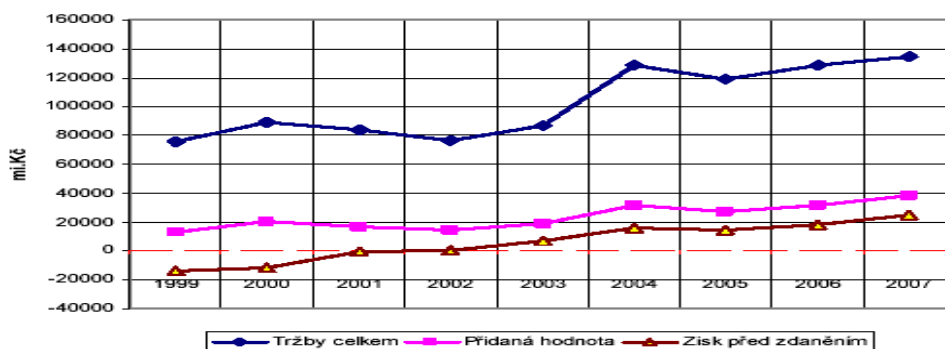
**Graf 2.4 Vývoj meziročních změn ve spotřebě ocelářských výrobků v EU a ČR**



Pramen: [www.allforpower.cz/UserFiles/files/2009/HZ.pdf](http://www.allforpower.cz/UserFiles/files/2009/HZ.pdf)

Pozitivní makroekonomický vývoj má na ocelářský průmysl kladný vliv. Průběh hlavních ukazatelů, kterými jsou celkové tržby, přidaná hodnota a zisk před zdaněním je znázorněn v Grafu 2.5.

**Graf 2.5 Výsledky ocelářského průmyslu v letech 1999 – 2007**



Pramen: [www.allforpower.cz/UserFiles/files/2009/HZ.pdf](http://www.allforpower.cz/UserFiles/files/2009/HZ.pdf)

## **2.3 Charakteristika podniku**

Obsahem této části je charakteristika profilu podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s., předmětu činnosti, ovládaných společností, propojených společností, managementu a struktury řízení.

### **2.3.1 Profil podniku**

Evraz Vítkovice Steel, a.s., patří mezi přední evropské výrobce válcovaných výrobků a oceli. Hlavním předmětem činnosti společnosti je výroba a hutní zpracování železa a oceli. Nosný výrobní program tvoří tlusté plechy, profily, štetovnice a tvarové výpalky.<sup>4</sup>

Od roku 2005 je společnost součástí ruské ocelářské a těžařské skupiny Evraz Group S.A. Ke dni 1. 6. 2007 došlo k fúzi splynutím mezi společnostmi Vítkovice Steel, a.s. a jejím jediným akcionářem, společností ABA Assets s.r.o. Tímto dnem vznikla nová nástupnická společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s. Dne 20. 12. 2007 se stala společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s. 100 % vlastníkem společnosti Nikom, a.s.

Základní kapitál společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. ve výši 2 600 milionu Kč se skládá ze 130 kusů akcií na jméno plně upsaných a splacených ve jmenovité hodnotě 20 milionu Kč.

#### ***2.3.1.1 Charakteristika zaniklých společností***

**Vítkovice Steel, a.s.**, byla česká právnická osoba, která vznikla dne 7. 3. 2001 s adresou sídla Štramberská č. p. 2871/47, 709 00 Ostrava – Hulváky. Identifikační číslo: 25874942. Základní kapitál společnosti činil 2 mil. Kč. Hlavním předmětem její činnosti byla výroba a hutní zpracování železa a oceli.

Jediný akcionář, společnost ABA Assets s.r.o., byla 100 % vlastněna společností Evraz Group S.A. Společnost byla součástí konsolidačního celku Evraz Group S.A.

---

<sup>4</sup> Více viz: 2.3.2 Předmět činnosti.

**ABA Assets s.r.o.** byla česká právnická osoba, která vznikla dne 14. 1. 2004 a sídlila v Ostravě, Na Rovince 874, identifikační číslo 27114198. Hlavním předmětem její činnosti byla činnost podnikatelských, finančních, organizačních, účetních a ekonomických poradců, vedení účetnictví, pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor, a poskytování základních služeb zajišťujících řádný provoz nemovitostí, bytů a nebytových prostor a reklamní činnost a marketing.

**Tab. 2.3 Základní údaje a podnikové aktivity společnosti**

<b>Základní údaje</b>	
Název společnosti	Evráz Vítkovice Steel, a. s.
IČ	27801454
DIČ	CZ27801454
Adresa	Štramberská 2871/47, 709 00 Ostrava – Hulváky, Česká republika
Datum vzniku	1. 6. 2007
Web	<a href="http://www.evraz.cz">http://www.evraz.cz</a>
Registrovaný kapitál	2 600 000 000 Kč
Kategorie podle počtu zaměstnanců	1 500 – 1 999 zaměstnanců
Počet zaměstnanců (k 26. 5. 2009)	1 460
Kategorie podle tržeb	1 500 000 000 Kč a více
<b>Podnikové aktivity (obory dle OKEČ)</b>	
27.1	Výroba a válcování železa a oceli
27.3	Jiné hutní zpracování železa a oceli

*Pramen: Výroční zpráva společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. za rok 2007*

### 2.3.2 Předmět činnosti

Nosný výrobní program podniku tvoří tlusté plechy, profily, štetovnice a tvarové výpalky.

#### Ocelárna

Výrobu oceli zabezpečuje konvertorová ocelárna. Zařízení ocelárny je vybaveno sekundární metalurgií s vakuovací stanicí. Na konvertorovou ocelárnu navazuje bramové kontilít<sup>5</sup>, část oceli je odlévána do formy ingotů.

<sup>5</sup> Brama: polotovar (předvalek) pro výrobu plechů válcovaných za tepla.



## Válcovny

Tlusté plechy jsou vyráběny na trati 3,5 Kvarto z kontilité vsázky<sup>6</sup>. Válcovna byla založena v roce 1971 a prošla rozsáhlou modernizací v roce 1999, což umožnilo výrazně zlepšit geometrii vyválcovaného plechu, povrchovou kvalitu a rozšířit sortiment. Plechy jsou vyrobeny z plynule odlévaných bram.

Sortiment plechů je válcován v tloušťkách 5 – 80 mm a šířkách 1 000 – 3 300 mm. Jakostní sortiment má následující účely použití: ocelové a mostní konstrukce, lodě, dopravní stroje a vozidla, otěruvzdorné plechy, tlakové nádoby užívané za normálních i zvýšených teplot, speciální vojenská technika, plechy odolné proti atmosférické korozi, speciální použití (např. podélně profilované plechy), tvarové výpalky, produktovody, offshore konstrukce.

## Výpalky

Společnost nabízí možnost zpracování za tepla válcovaných tlustých plechů na výchozí polotovary k dalšímu mechanickému opracování. Tyto je možno dále použít pro výrobu strojních dílů formou tvarových výpalků. Pálení jednotlivých tvarů je operací bezprostředně předcházející svařování. Vstupním materiálem pro výrobu tvarových výpalků jsou především vlastní plechy společnosti.

**Tab. 2.4 Roční výrobní kapacita jednotlivých výrobních středisek**

Výrobní středisko	Roční výrobní kapacita
Ocelárna	950 kt <sup>7</sup>
Válcovna plechů	755 kt
Válcovna profilů	170 kt
Středisko výpalky	30 kt

*Pramen:* <http://www.evraz.cz/soucasnost-spolecnosti/>

## 2.3.3 Organizační struktura společnosti

Obsahem této části je Tab. 2.5 zobrazující členy představenstva a dozorčí rady společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. Je zde rovněž zahrnuta organizační struktura a jednotlivá nákladová střediska společnosti.

<sup>6</sup> Kontilité: plynové zařízení na odlévání oceli.

<sup>7</sup> kt: zkratka pro jednotku hmotnosti kilotuna, tj. tisíc tun.

**Tab. 2.5 Organizační struktura společnosti**

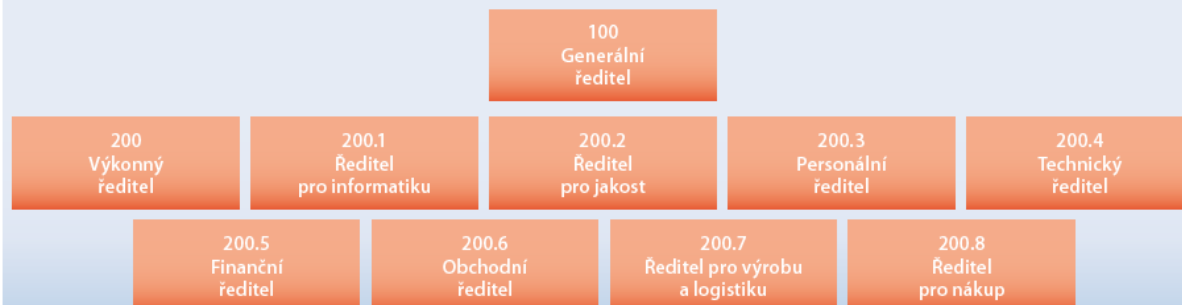
**Dozorčí rada**

Alexander Vladimirovich Frolov předseda dozorčí rady	Timur Yanbukhtin člen dozorčí rady	Pavel Sergeevich Tatyatin člen dozorčí rady	Giuseppe Mannina člen dozorčí rady	Rostislav Fromelius člen dozorčí rady	Jaroslav Novák člen dozorčí rady
--	--	---	--	---	--

**Představenstvo a.s.**

Vladimír Bail předseda představenstva	Alfredo de Vito místopředseda představenstva	Zbyněk Kvapík člen představenstva	Jiří Poštulka člen představenstva	Petr Jůza člen představenstva
---	--	--------------------------------------	--------------------------------------	----------------------------------

**Vedení a.s.**



**Nákladová střediska**

210 Výpalky	220 Ocelárna	230 Válcovna profilů	240 Sklad hotových výrobků	260 Válcovna 3,5 Kvarto	270 Servis
----------------	-----------------	-------------------------	-------------------------------	----------------------------	---------------

*Pramen:* <http://www.evraz.cz/struktura-spolecnosti/>

## 2.3.4 Ovládané společnosti

Evraz Vítkovice Steel, a.s. je ovládající osobou tří právnických osob, v nichž má alespoň 40 % majetkový podíl.

### Vítkovice Steel Polska, Sp. z o.o.

Sídlo podniku: Ul. Żwirki i Wigury 14/6, Katowice, Polsko. Podíl Evraz Vítkovice Steel, a.s. je 100 %. Ovládaná osoba Vítkovice Steel Polska, Sp. z o.o. má tříčlenné představenstvo a vzhledem k vlastnictví 100 % obchodního podílu je ovládající osoba, Evraz Vítkovice Steel, a.s. schopna prosadit jmenování nebo odvolání členů představenstva.

### Vítkovice International, GmbH

Sídlo podniku: Graf Adolf Strasse 18, Düsseldorf, Německo. Podíl Evraz Vítkovice Steel, a.s. je 100 %. Ovládaná osoba Vítkovice International, GmbH, má v současné době dva jednatele. Vzhledem k 100 % vlastnictví obchodního podílu je ovládající osoba, Evraz Vítkovice Steel, a.s. schopna prosadit jmenování nebo odvolání členů statutárních orgánů.

## **Nikom, a.s.**

Sídlo podniku: Mníšek pod Brdy č. 900, Česká republika, podíl Evraz Vítkovice Steel, a.s. je 100 %. Ovládaná osoba Nikom, a.s. má v současné době tříčlenné představenstvo a vzhledem k vlastnictví 100 % obchodního podílu je ovládající osoba Evraz Vítkovice Steel, a.s. schopna prosadit jmenování nebo odvolání členů představenstva. Firma Nikom, a.s. je ovládanou osobou od 21. 12. 2007. Hodnota podílu ve společnosti NIKOM, a.s. byla k 31. 12. 2007 znalcem stanovena ve výši 126 150 tis. Kč.

### **2.3.5 Propojené společnosti**

Evraz Vítkovice Steel, a.s. měla na základě uzavřených obchodních smluv, účinných v roce 2007, obchodní vztah s těmito propojenými společnostmi:

- Evraz Group S.A.,
- Mastercroft Ltd.,
- East Metals S.A.,
- Vítkovice Steel Polska, Sp. z o.o.,
- Vítkovice International GmbH,
- OAO Nizhnetagylsky.

## **2.4 Strategická analýza**

Strategická analýza by měla být součástí každého ocenění podniku. V této podkapitole je provedena analýza vnějšího prostředí, neboli makroprostředí, a analýza vnitřního prostředí podniku, tzn. analýza mikroprostředí.

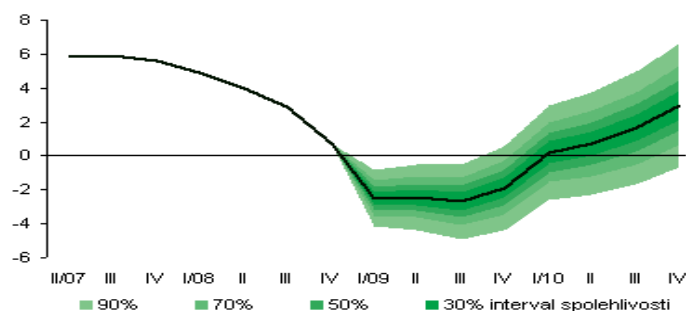
### **2.4.1 Analýza vnějšího prostředí**

Ekonomika České republiky je v současné době ovlivňována krizí na finančních trzích, která se přesunula do reálné ekonomiky. Problémy ve vyspělých ekonomikách se prohloubily a rozšířily i na oblast rozvíjejících se ekonomik. Prudce poklesl objem světového obchodu a v mnoha zemích i průmyslová produkce. Inflace naopak klesá k hodnotám blízkým nule.

### 2.4.1.1 Analýza hospodářského růstu

Hospodářský růst ČR od roku 2006, kdy osciloval kolem hodnoty 6,5 %, postupně zpomaloval. V roce 2007 pokleslo průměrné tempo HDP na 5,9 %. V 1. čtvrtletí 2008 dosáhl růst 4,9 %, což na první pohled vypadalo, že ČR je vůči krizi na kreditním trhu, zpomalení tempa růstu v USA nebo vysokým cenám energií imunní. V 2. čtvrtletí tempo růstu zpomalilo na 4,6 % a v následujícím čtvrtletí na 4,2 %. Situaci dále zhoršovala napjatá situace na mezibankovním trhu. Ve 4. čtvrtletí se tempo hospodářského růstu snížilo na 1,0 %. Výkon české ekonomiky v 1. čtvrtletí 2009 oslabil na -2,5 %, v 2. čtvrtletí se tempo HDP nezměnilo. Graf 2.6 zobrazuje prognózu HDP pro rok 2009 a 2010. Podle této prognózy České národní banky by mělo tempo růstu HDP v roce 2009 dosahovat výše -2,4 % a o rok později již 1,4 %.

**Graf 2.6 Prognóza HDP (v %)**



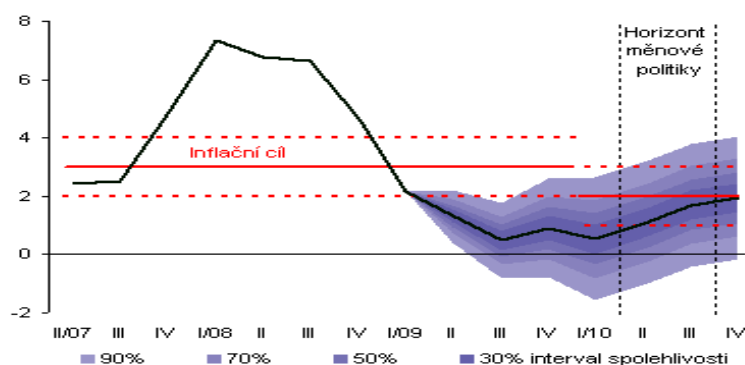
Pramen: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)

### 2.4.1.2 Vývoj inflace

Průměrná míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen (CPI) dosáhla v roce 2006 v ČR 2,5 %, o rok později již 2,8 %. V 1. čtvrtletí 2008 se míra inflace pohybovala v rozmezí 7,0 – 7,5 %, v dalších měsících až do konce roku inflace díky zpomalující se ekonomické aktivitě pozvolna klesala až na hodnotu 3,6 % v prosinci 2008. Pokračující pokles inflace je ale znakem prohlubující se ekonomické recese. V květnu 2009 klesl meziroční růst spotřebitelských cen na 1,3 % z dubnových 1,8 %. Graf 2.7 znázorňuje prognózu inflace, která je pro 2. čtvrtletí 2010 stanovena Českou národní bankou ve výši 1,1 % a pro 3. čtvrtletí 1,7 %.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásmo kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30 % pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.

**Graf 2.7 Prognóza inflace (v %)**



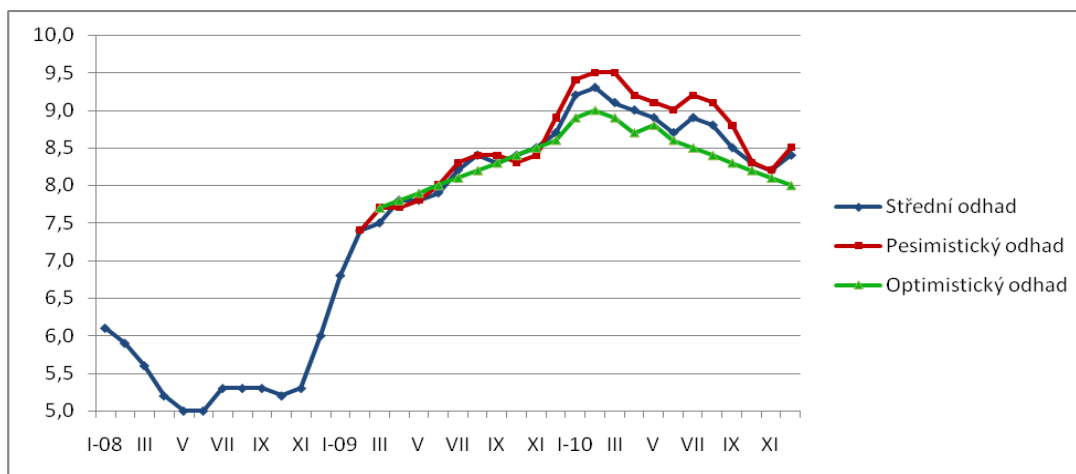
Pramen: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)

### 2.4.1.3 Situace na trhu práce

Míra nezaměstnanosti v roce 2006 meziročně klesla o 1,3 procentního bodu na 6,5 %. V 1. čtvrtletí 2007 byla míra registrované nezaměstnanosti na úrovni 6,0 %, do konce roku poklesla na 4,8 %. V průběhu roku 2008 míra nezaměstnanosti oscilovala kolem hodnoty 4,4 %, v 1. čtvrtletí 2009 se zvýšila na 5,8 % a do konce července stoupla až na 8,4 %.

Podle Grafu 2.8, který zobrazuje vývoj míry nezaměstnanosti v roce 2008 a prognózu pro období 2009 – 2010, by se nezaměstnanost měla nadále zvyšovat až do února 2010, kdy by měla dosáhnout svého vrcholu, a to 9,3 %. Podle pesimistického odhadu se nezaměstnanost může vyšplhat až na 9,5 %. Nejrychleji zotavujícím ukazatelem by měl být průmysl, který dosáhl největšího meziročního propadu v únoru 2009. Opětovný růst průmyslu se očekává již na podzim 2009.

**Graf 2.8 Prognóza nezaměstnanosti (v %)**



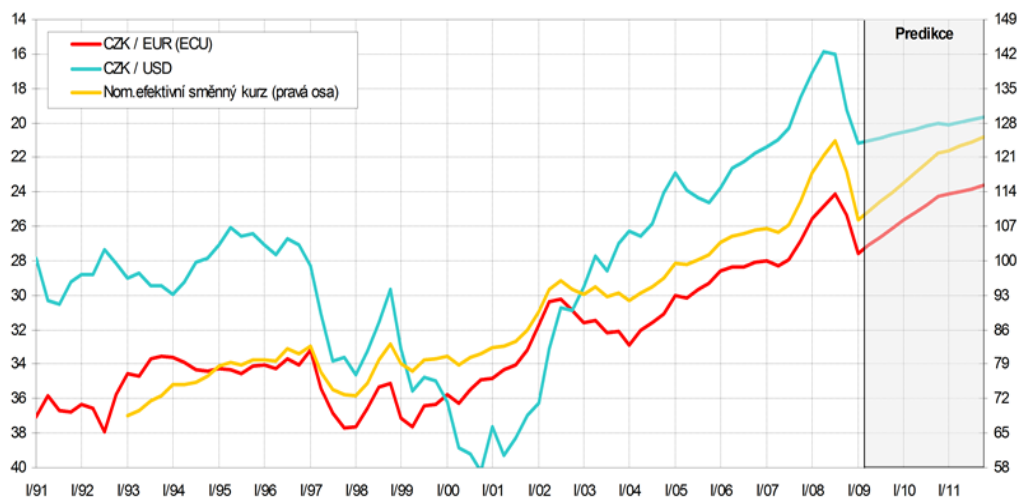
Pramen: ČSÚ, Mladá fronta Dnes

#### 2.4.1.4 Vývoj české koruny vůči euru

Vývoj kurzu CZK/EUR od roku 1991 zobrazuje Graf 2.9. V roce 2006 se směnný kurz pohyboval v úzkém pásmu okolo hodnoty 28,50 CZK/EUR až do přelomu července a srpna, kdy koruna posílila poprvé v historii pod hranici 28 CZK/EUR. Důvodem bylo především oslabování dolaru a zvýšení sazeb ECB. V září 2006 koruna výrazněji oslabila, od října a zejména pak v prosinci začala opět posilovat. Důvodem byl jednak znovu slábnoucí dolar a také nákupy české měny zahraničními investory, kteří opouštěli investice do dolaru. V prosinci tak směnný kurz dosáhl hodnoty 27,40 CZK/EUR. V průběhu roku 2007 česká měna vylepšila svá historická maxima proti euru i dolaru. Proti euru si koruna polepšila za rok 2007 o 3,5 %. Rok zahajovala na 27,53 CZK/EUR a ukončovala na 26,62 CZK/EUR.

Od začátku roku 2008 došlo k výraznému posilování koruny jak vůči euru, tak dolaru. Průměrný kurz k euru byl v lednu 26,05 CZK/EUR, v červnu směnný kurz poklesl pod hodnotu 24 CZK/EUR. Od srpna 2008 hodnota směnného kurzu rostla, svého maxima dosáhl kurz v prosinci, a to 26,93 CZK/EUR. V 1. polovině roku 2009 se kurz pohyboval v rozmezí 26,5 – 28,0. Pouze 17. 2. dosáhl kurz svého maxima, a to 29,47 CZK/EUR.

**Graf 2.9 Vývoj směnného kurzu CZK/EUR a CZK/USD od roku 1991**



Pramen: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)

#### **2.4.1.5 Analýza platební bilance**

Vnější nerovnováha, měřená podílem salda běžného účtu platební bilance na HDP, se v roce 2008 oproti předchozímu roku téměř nezměnila a dosáhla -3,1 % (v roce 2007: -3,2 %). Snížení přebytku obchodní bilance bylo naopak vyváženo zvýšením přebytku bilance služeb. Saldo bilance výnosů se po dosažení minima -8,6 % HDP ve 2. čtvrtletí 2008 začalo zlepšovat, a na konci roku dosáhlo -7,8 %. Od počátku roku 2008 do 3. čtvrtletí se stále zvyšoval přebytek obchodní bilance až na 3,7 % HDP. Od října ale došlo ke změně v důsledku předstihu tempa růstu dovozů před vývozy, a přebytek obchodní bilance se začal snižovat. Začal se tak naplno projevovat nepříznivý vliv vnějšího prostředí především ve formě všeobecného útlumu poptávky.

Poprvé od 2. čtvrtletí 2002 nastal ve 4. čtvrtletí 2008 meziroční pokles exportních trhů o 0,4 %. Výsledkem byl propad reálného vývozu zboží o 10,9 %. To vedlo k výraznému snížení nominálního vývozu o 13,7 % i dovozu o 9,0 %. Obchodní bilance poprvé od roku 2004 skončila deficitem a za celý rok 2008 se její podíl na HDP snížil na 2,8 % z 3,4 % v roce 2007. Stala se tak nejdůležitějším faktorem nástupu ekonomické recese.

Nejhorší situace zřejmě nastala v 1. čtvrtletí 2009, kdy byl propad vývozu o přibližně 21 %. Podle prognózy Ministerstva financí ČR se za rok 2009 očekává, že podíl salda běžného účtu na HDP dosáhne -2,9 %. Predikce na rok 2010 činí -2,6 % HDP.<sup>9</sup>

#### **2.4.1.6 Analýza akciového trhu**

Rok 2008 lze pro vývoj akcií nazvat katastrofický. Většina hlavních indexů zaznamenala ztrátu přesahující 40 %. Pouze asi 2 – 4 % akcií amerických a evropských společností dosáhlo růstu. Stále vyšší provázanost kapitálových trhů způsobila silnou korelaci akciových trhů v rámci různých regionů. Globální akciový index MSCI World<sup>10</sup> zaznamenal v americkém dolaru v roce 2008 ztrátu 43 %. Vývoj amerického, evropského i japonského trhu byl téměř totožný. Americké akcie měřené indexem S&P 500 ztratily 38,5 % hodnoty a vymazal tak více než 10 let shromažďované výnosy mnoha Američanů. Celkem byl index S&P 500 na přelomu roku 2008 a 2009 „lehčí“ o 5 bilionů dolarů než na konci roku 2007. Rovněž index Nasdaq spadl o 40,5 % a index DJIA klesl o 33,8 %, což je nejhorší výkon od

<sup>9</sup> Více informací o platební viz Ministerstvo financí ČR: Komentář k makroekonomické predikci (duben 2009):

[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro\\_pre\\_46992.html#8](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_46992.html#8).

<sup>10</sup> Více o indexu MSCI World viz internetové stránky společnosti MSCI Barra: <http://www.ms cibarra.com/>.

roku 1931.<sup>11</sup> Evropské akcie v rámci indexu MSCI Europe poklesly o 44 % a japonské akcie měřené indexem MSCI Japan ztratily 47 %.

Hlavní index PX pražské burzy cenných papírů, který se počítá z cen 14 nejlepších akcií, oslabil během roku 2008 o více než 50 % na 858,2 bodů. Nejvíce za rok 2008 prodělali akcionáři společnosti Orco Property. Tehdy se tato likvidní akcie obchodovaná v systému SPAD pražské burzy CP prodávala za cenu přes 2 100 Kč. Nyní (červen 2009) se tento titul obchoduje za hodnotu okolo 175 Kč. Za celý rok pak majitelé těchto akcií prodělali 92 %.

Téměř 84 % ztratili z hodnoty svých akcií také akcionáři těžební společnosti NWR. Více než 80 % ztráty přinesly i akcie CME. Propad pod 80 % zaznamenaly rovněž akcie společností AAA Auto a ECM. Elektrárenská společnost ČEZ se v roce 2008 propadla o více než 42 %, Komerční banka o 32 % a Telefónica O2 o 22 %. Jedinou českou likvidní akcií, která přinesla zisk, byla Zentiva, která se zhodnotila o 10,9 %.

Od počátku roku 2009 klesají akciové burzy v Evropě a USA oproti pražské burze o něco méně. Začátkem března se ceny akcií odrazily od svého dna a např. americký index S&P dokázal do poloviny května vzrůst o 34 %. Index PX posílil o 7,2 % od ledna do poloviny června 2009, především díky pozitivnímu sentimentu na akciových trzích v USA.

## **2.4.2 Analýza vnitřního prostředí**

Analýza vnitřního prostředí společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. obsahuje charakteristiku odvětví hutnictví v ČR, jehož je podnik součástí, a rovněž analýzu konkurenční síly podniku, odběratelů, zaměstnanců, a v neposlední řadě prognózu odvětví.

### **2.4.2.1 Odvětví hutnictví v České republice**

Hutnictví je považováno za základní průmyslové odvětví, jelikož výroba kovů je prvním důležitým předcházejícím krokem v řetězci přidané hodnoty mnoha odvětví vyrábějících investiční zboží (strojírenství, automobilový průmysl, stavba lodí, letecký a kosmický průmysl, stavebnictví) a spotřební zboží. Jedná se o odvětví s extrémní fondovou náročností vyžadující velký objem finančních prostředků při realizaci marketingových strategických rozhodnutí.

---

<sup>11</sup> Jen dva tituly z třiceti členné báze indexu DJIA uzavřely rok 2008 v kladných číslech: Wal-Mart Stores a McDonald's. Nejztrátovějším titulem byla společnost General Motors, jejíž akcie v roce 2008 klesly o 87 %.



Hutní výroba v České republice je závislá na dovozech vstupních surovin. Mezi hlavní spotřebitele oceli patří kovodělný průmysl a výroba konstrukcí, dále strojírenský průmysl včetně výroby dopravních prostředků a stavebnictví.

Hutní výroba je z hlediska OKEČ 27: Hutnictví a zpracování kovů, tvořena obory

- 27.1 Výroba a válcování železa a oceli,
- 27.3 Jiné hutní zpracování železa a oceli.

V tomto odvětví je začleněna výroba železných a neželezných kovů z rudy, surových kovů a kovového odpadu jejich tavením nebo rafinací v hutích a ocelárnách a výroba základních výrobků z nich ve slévárnách a válcovnách. Patří zde výroba železa, oceli, železných slitin, tváření výrobků za tepla i za studena, výroba plechů apod.

Hutnictví a slévárenství je z hlediska produkce i zaměstnanosti koncentrované zejména v Moravskoslezském kraji. Jeho hlavním problémem v minulosti byla velice nízká produktivita práce, spojená s nedostatečnou technologickou vyspělostí. V roce 2001 měly české podniky jen přibližně 20 % produktivitu práce ve srovnání s průměrem celé Evropské unie. Příchod zahraničních investorů v odvětví odstartoval významné změny, které během šesti let vedly k rychlému nárůstu produkce (2000 – 2006: o 75 %), přičemž restrukturalizace a technologické investice umožnily snížit počet pracovních míst o více jak 20 %.

#### **2.4.2.2 Odběratelé**

Odběrateli hutních a slévárenských výrobků jsou zejména podniky zabývající se výrobou kovových konstrukcí, stavebnictví, strojírenství a automobilový průmysl. Export hutních a slévárenských výrobků je také vysoký a vzhledem k průběhu finanční krize v Německu (třetina českého vývozu míří na tento trh) hrozí významnější propad produkce i zaměstnanosti.

#### **2.4.2.3 Analýza konkurenční síly**

Výroba v České republice je koncentrována do tří dominantních společností – ArcelorMittal Ostrava, a.s., Třinecké železářny, a.s. a Evraz Vítkovice Steel, a.s., podílející se téměř 80 % na tržbách, 85 % na tvorbě přidané hodnoty, při 68 % podílu počtu pracovníků v rámci odvětví.

Mezi největší zahraniční konkurenty patří německá společnost ThyssenKrupp AG, U. S. Steel Košice, s.r.o., čínské společnosti Maangshan, Tangshan, Wuhan a v poslední době i americká ocelářská společnost U. S. Steel Corp. Základní ukazatele největších zahraničních konkurentů zobrazuje Tab. 2.6.

**Tab. 2.6 Srovnání základních ukazatelů konkurenčních společností**

Společnost	Stát	P/E	P/BV
<b>ArcelorMittal</b>	Lucembursko	2,67	0,92
<b>Maanshan</b>	Čína	4,57	0,71
<b>POSCO</b>	USA	5,59	0,82
<b>Tangshan</b>	Čína	5,44	1,19
<b>ThyssenKrupp</b>	Německo	3,92	0,84
<b>U. S. Steel</b>	USA	2,68	0,82
<b>Wuhan</b>	Čína	5,13	1,47

Pramen: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

#### **ArcelorMittal Ostrava, a.s.**

je největší hutní firmou v České republice a patří do největší světové ocelářské skupiny ArcelorMittal. Ročně vyrobí přes 3 miliony tun oceli, exportuje zhruba 60 % produkce do více než 80 zemí celého světa. Zaměstnává 7 450 lidí, dohromady s dceřinými společnostmi 10 300 lidí. V účetním roce 2007 společnost vytvořila konsolidovaný zisk po zdanění 9,2 mld. Kč při výnosech 57,7 mld. Kč.

#### **Třinecké železárny, a.s.**

patří k průmyslovým podnikům s nejdelší tradicí hutní výroby v ČR. Na výrobě oceli se Třinecké železárny, a.s. podílely v roce 2008 z 38,3 %, v roce 2008 vykázaly zisk po zdanění ve výši 1,204 mld. Kč a v roce 2007 byl čistý zisk společnosti 3,633 mld. Kč.

#### **ThyssenKrupp AG**

německý konglomerát s přibližně 190 000 zaměstnanci se skládá z 670 samostatných firem po celém světě. ThyssenKrupp je jedním z největších producentů oceli, operuje ve třech hlavních oblastech: ocel, kapitálové zboží a služby. ThyssenKrupp generuje 33 % prodeje na domácím trhu, 28 % připadá na region EU a 21 % na region NAFTA.

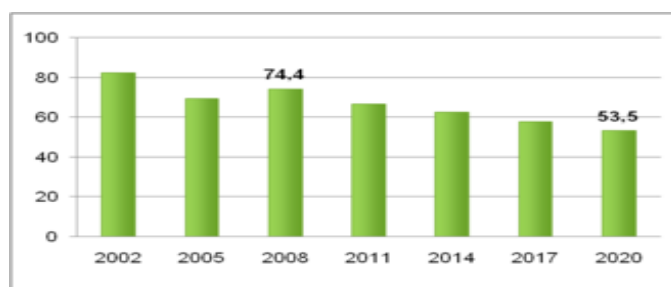
## U. S. Steel Košice, s.r.o.

do prosince 2000 se společnost jmenovala Východoslovenské železářny, s.r.o. Jedná se o největší slovenský podnik na výrobu a zpracování oceli. Tuto společnost vlastní americká společnost United States Steel Corporation.

### 2.4.2.4 Zaměstnanci

V letech 2001 – 2008 nedošlo v ČR ke změnám v profesní struktuře v tomto odvětví. Profesní struktura odvětví je velmi podobná struktuře v EU-15 i v EU-27. Nejvíce zastoupenými skupinami profesí jsou pracovníci obsluhy strojů a zařízení, jejichž podíl byl v roce 2008 okolo 35 %, a kvalifikovaní řemeslníci (30 %). V EU-15 i EU-27 se podíl obou těchto profesních skupin pohyboval o přibližně 2 p.b. níže. Stejně jako ve většině průmyslových odvětví má ČR vyšší podíl technických pracovníků na celkové zaměstnanosti EU-15 i EU-27, tvoří přibližně 17 %.

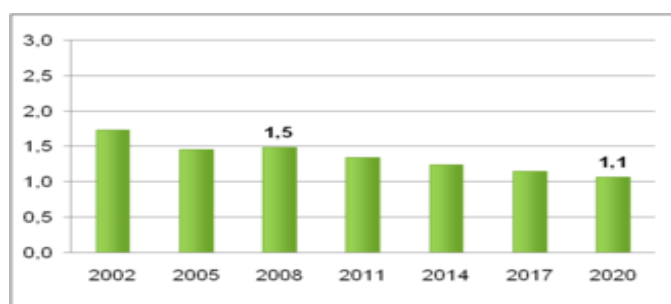
**Graf 2.10 Vývoj zaměstnanosti v odvětví (v tis.)**



*Pramen:* <http://budoucnostprofesi.epublisher.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/14zakladni-kovy-minulost.html>

Podíl tohoto odvětví na celkové zaměstnanosti (viz Graf 2.11), měl v letech 2001 až 2008 klesající tendenci, z původních 1,9 % poklesl na 1,5 %. Růst produkce táhla zvýšená poptávka automobilového průmyslu, strojírenství a stavebnictví.

**Graf 2.11 Podíl zaměstnanosti v odvětví na celkové zaměstnanosti (v %)**



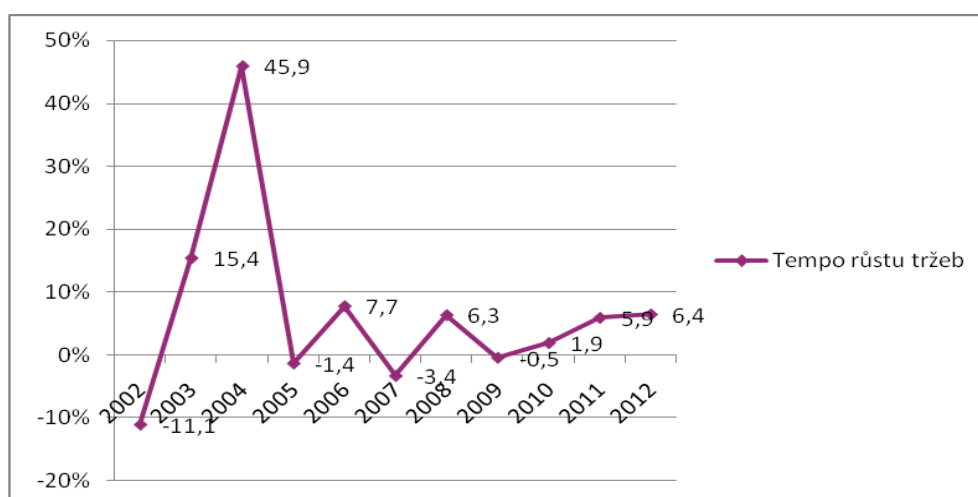
*Pramen:* <http://budoucnostprofesi.epublisher.cz/cs/vyvoj-v-odvetvich/14zakladni-kovy-minulost.html>

#### 2.4.2.5 Prognóza odvětví

Prognóza trhu představuje základ pro tržní ocenění. Je nezbytné, aby byla nalezena alespoň určitá souvislost prognózy relevantního trhu (trh hutnictví ČR) s prognózou národohospodářských ukazatelů (HDP ČR).

Pomocí lineární funkce regresní závislosti trhu hutnictví na HDP byla zjištěna silná vzájemná korelace téměř 87 %. Průměrné tempo růstu tržeb v odvětví hutnictví je pro období 2008 – 2012 vypočteno ve výši 4,0 % (viz Graf 2.12). Asociace Hutnictví železa, a.s. ve svých prognózách uvádí rovněž tempo růstu tržeb v rozmezí 4 – 6 %.

**Graf 2.12 Skutečnost a prognóza vývoje tržeb v odvětví hutnictví v ČR (v %)**



Pramen: ČSÚ; vlastní výpočty

#### 2.4.2.6 Prognóza relevantního trhu

Relevantní trh lze vymezit jako trh, který je příslušný pro oceňovaný podnik Evraz Vítkovice Steel, a.s. Relevantním trhem je v případě této diplomové práce trh v členění dle OKEČ: Hutnictví a zpracování kovů (OKEČ 27), obor: Výroba a válcování železa a oceli (OKEČ 27.1) a Jiné hutní zpracování železa a oceli (OKEČ 27.3).

**Tab. 2.7 Odhad tržeb a tržního podílu**

	Rok	Relevantní trh	Tržby	Tempo růstu tržeb	Tržní podíl
Skutečnost	2001	91 401 500	1 167 125		1,3%
	2002	80 890 800	2 037 643	74,6%	2,5%
	2003	98 549 400	2 586 884	27,0%	2,6%
	2004	153 754 700	3 984 426	54,0%	2,6%
	2005	146 852 700	14 348 754	260,1%	9,8%
	2006	153 180 700	15 154 498	5,6%	9,9%
	2007	139 269 200	17 966 297	18,6%	12,9%
Prognóza	2008		17 768 668	-1,1%	12,0%
	2009		17 685 155	-0,5%	12,0%
	2010		18 015 867	1,9%	12,0%
	2011		19 071 597	5,9%	12,0%
	2012		20 295 994	6,4%	12,0%

Pramen: <http://www.mpo.cz/dokument56844.html>; vlastní výpočty

Dlouhodobým cílem společnosti je růst tržního podílu na přibližně 15 %. V oblasti výroby tlustých plechů je Evraz Vítkovice Steel, a.s. hlavním evropským výrobcem a jediným výrobcem v České republice. Nejdůležitějším výrobkem válcovny jsou štetovnice, které tvoří 65 % podílu výroby válcovny. Společnost je jediným výrobcem tohoto produktu na domácím trhu a drží 90 % tržní podíl.

## 2.5 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. obsahuje analýzu absolutních ukazatelů, analýzu poměrových ukazatelů, a rovněž je v této části provedena Douchova analýza.

### 2.5.1 Analýza absolutních ukazatelů

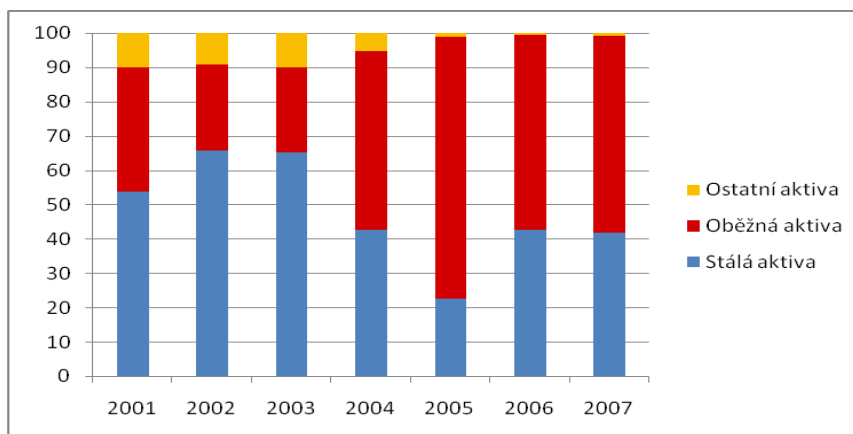
Analýza absolutních ukazatelů zahrnuje vertikální a horizontální analýzu rozvahy, horizontální analýzu výkazu zisku a ztráty a výkazu Cash flow.

### 2.5.1.1 Vertikální analýza rozvahy

Od roku 2001 došlo k růstu podílu stálých aktiv na celkové hodnotě aktiv společnosti z 54 % na 65 % v roce 2003. V letech 2004 – 2007, s výjimkou roku 2003, se podíl stálých aktiv udržoval na úrovni okolo 42 %.

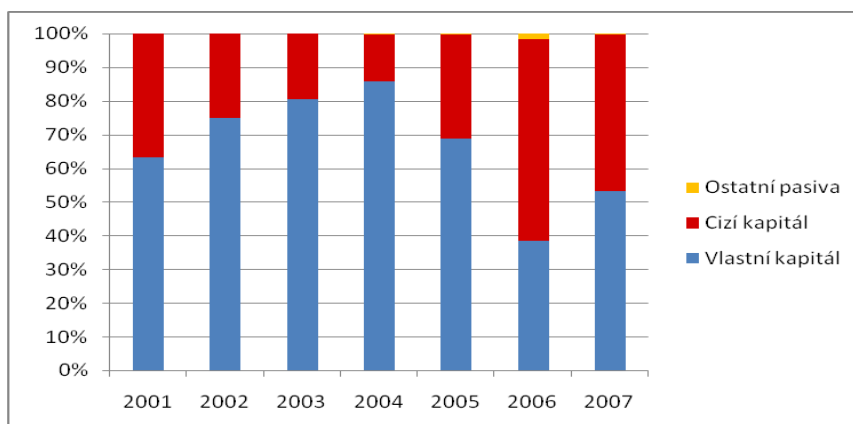
V letech 2004 – 2007 dosahoval podíl oběžných aktiv více než 50 %, v roce 2005 dokonce 76 %, postupně však klesl na 57 % v roce 2007. Vysoký podíl oběžných aktiv představuje nicméně negativním faktor pro podnik, neboť oběžná aktiva představují nejméně efektivní položku z hlediska zhodnocování.

**Graf 2.13 Vertikální analýza aktiv společnosti v letech 2001 – 2007**



Na základě vertikální analýzy pasiv je možno vyvodit, že společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s. ve své kapitálové struktuře využívá převážně vlastní kapitál, jehož podíl na celkové hodnotě pasiv vzrostl v letech 2001 – 2004 až na téměř 86 %. V dalších letech je patrný pokles podílu vlastního kapitálu na 53 % v roce 2007.

**Graf 2.14 Vertikální analýza pasiv společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s.**

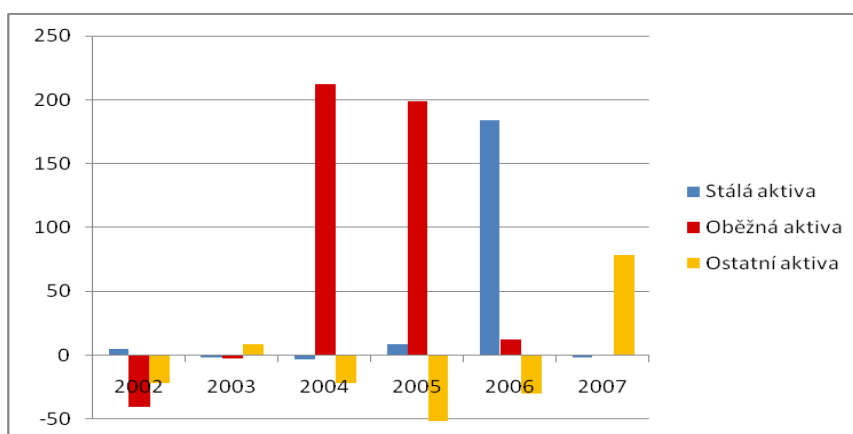


### 2.5.1.2 Horizontální analýza rozvahy

Celková aktiva společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. se v roce 2007 oproti roku 2006 zvýšila jen mírně, a to z 14 386,03 mil. Kč na 14 395,93 mil. Kč, přičemž ještě o rok dříve činila celková hodnota aktiv 9 551,84 mil. Kč. Nejvyšší nárůst zaznamenala v roce 2007 ostatní aktiva, které meziročně vzrostla o 78 % na 140,17 mil. Kč.

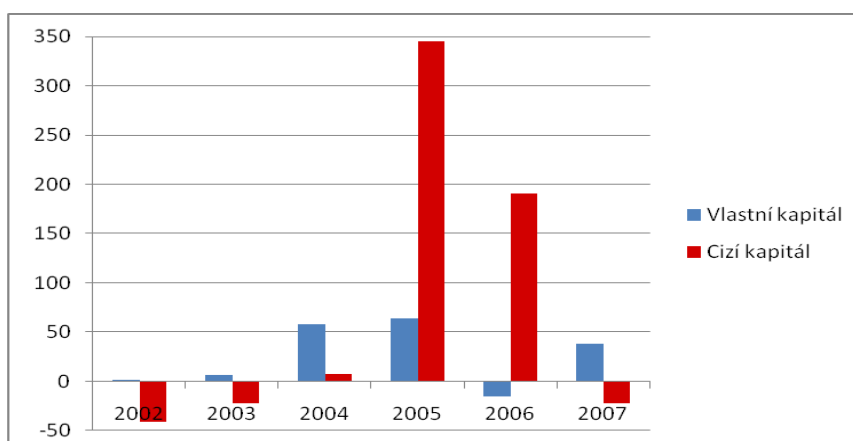
Za pozitivní fakt je možné považovat pokles oběžných aktiv, která představují neefektivní uložení finančních prostředků společnosti. Oproti meziročnímu růstu oběžných aktiv o téměř 200 % v roce 2004, byl v roce 2007 růst pouze 12 %.

**Graf 2.15 Horizontální analýza aktiv společnosti v letech 2001 – 2007**



Cizí zdroje společnosti klesly v roce 2007 na 6 690,49 mil. Kč z 8 622,98 mil. Kč v roce 2006. Rovněž došlo k meziročnímu růstu vlastního kapitálu o téměř 38 % na 7 652,41 mil. Kč. Tento nárůst byl významně ovlivněn především hospodářským výsledkem společnosti.

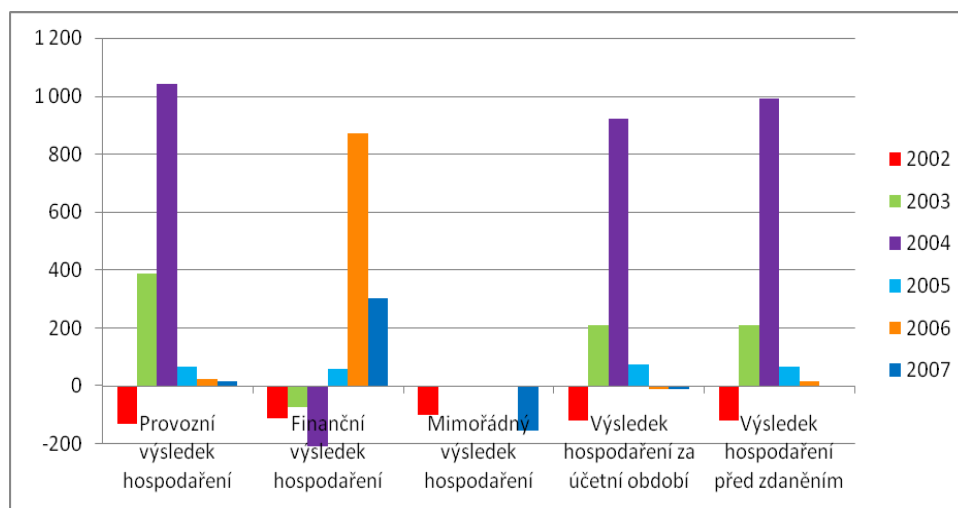
**Graf 2.16 Horizontální analýza pasiv společnosti v letech 2001 – 2007**



### 2.5.1.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Provozní výsledek hospodaření společnosti v roce 2007 dosáhl 3 848,49 mil. Kč, což představuje oproti roku 2006 růst o 18 %, který byl způsoben především zvýšením tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb. Od roku 2004 společnost realizuje záporný výsledek hospodaření z finanční činnosti. V roce 2007 činil finanční výsledek hospodaření -665,54 mil. Kč, meziročně tedy došlo k poklesu o více než 400 mil. Kč. Čistý zisk společnosti před zdaněním se v roce 2007 meziročně zvýšil jen mírně, o 2,7 %, z 3 100,01 mil. Kč na 3 182,94 mil. Kč.

**Graf 2.17 Analýza hospodářského výsledku společnosti v letech 2001 – 2007**



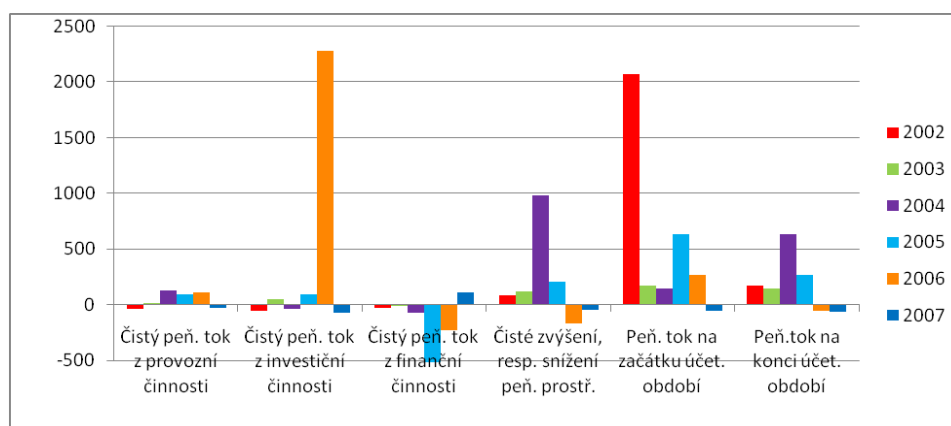
### 2.5.1.4 Horizontální analýza výkazu Cash flow

V roce 2006 čistý peněžní tok z provozní činnosti meziročně vzrostl o téměř 110 % z 1 267,83 mil. Kč na 2 654,45 mil. Kč. Naopak v roce 2007 čistý peněžní tok z provozní činnosti meziročně klesl o více než 32 % na 1 794,39 mil. Kč.

Čistý peněžní tok z investiční činnosti vykazuje záporné hodnoty, které od roku 2001 vzrostly z -144,34 mil. Kč na -994,66 mil. Kč v roce 2007. Zvýšení investičních výdajů bylo způsobeno především růstem výdajů na pořízení dceřiných společností, pozemků, budov a zařízení. Čistý peněžní tok z finanční činnosti meziročně klesl o více než 100 % z -706,44 mil. Kč v roce 2006 na -1 515,66 mil. Kč v roce 2007.



**Graf 2.18 Analýza Cash flow společnosti v letech 2001 - 2007**



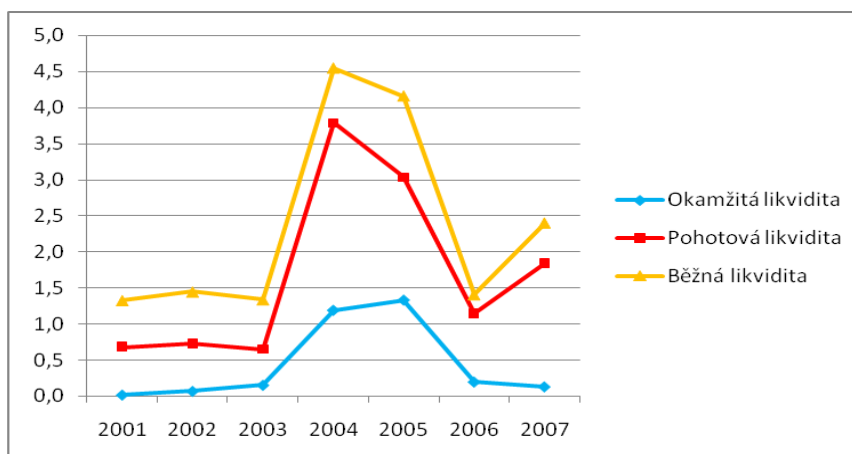
## 2.5.2 Analýza poměrových ukazatelů

Obsahem analýzy poměrových ukazatelů je analýza ukazatelů likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity a Cash flow.

### 2.5.2.1 Ukazatele likvidity

Společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s. je dostatečně likvidní. Běžná likvidita se pohybuje v průměrném rozmezí (1,5 – 2,5). Od roku 2001 běžná likvidita postupně klesala až na 0,95 v roce 2007, což vypovídá o vysoké pravděpodobnosti zachování platební schopnosti podniku. Hodnoty okamžité likvidity se v posledních dvou letech (2006 a 2007) pohybovaly v doporučeném rozmezí (0,2 – 1,0). V roce 2007 došlo ke zvýšení pohotové likvidity z hodnoty 1,14 v roce 2006 na 1,84.

**Graf 2.19 Vývoj likvidity společnosti v letech 2001 – 2007**



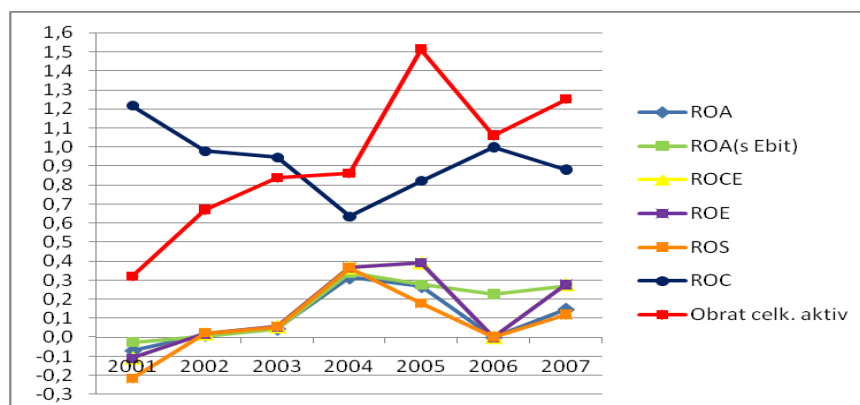
### 2.5.2.2 Ukazatele rentability

Investoři a akcionáři společnosti nejvíce sledují ukazatele rentability. Obecně by tedy měly mít ukazatele rentability rostoucí trend. Od roku 2006 mají všechny ukazatele, kromě rentability nákladů, rostoucí trend. Výsledky jednotlivých ukazatelů rentability zachycuje Graf 2.20 a Tab. 2.8.

**Tab. 2.8 Ukazatele rentability**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Rentabilita aktiv <i>ROA</i>	-0,07	0,01	0,05	0,31	0,27	0,00	0,15
Rentabilita dlouhodobých zdrojů <i>ROCE</i>	-0,11	0,02	0,06	0,37	0,39	0,00	0,28
Rentabilita vlastního kapitálu <i>ROE</i>	-0,11	0,02	0,06	0,37	0,39	0,00	0,28
Rentabilita tržeb <i>ROS</i>	-0,22	0,02	0,05	0,36	0,18	0,00	0,12
Rentabilita nákladů <i>ROC</i>	1,22	0,98	0,95	0,64	0,82	1,00	0,88
Obrat celkových aktiv	0,32	0,67	0,84	0,86	1,51	1,06	1,25

**Graf 2.20 Vývoj rentability společnosti v letech 2001 - 2007**



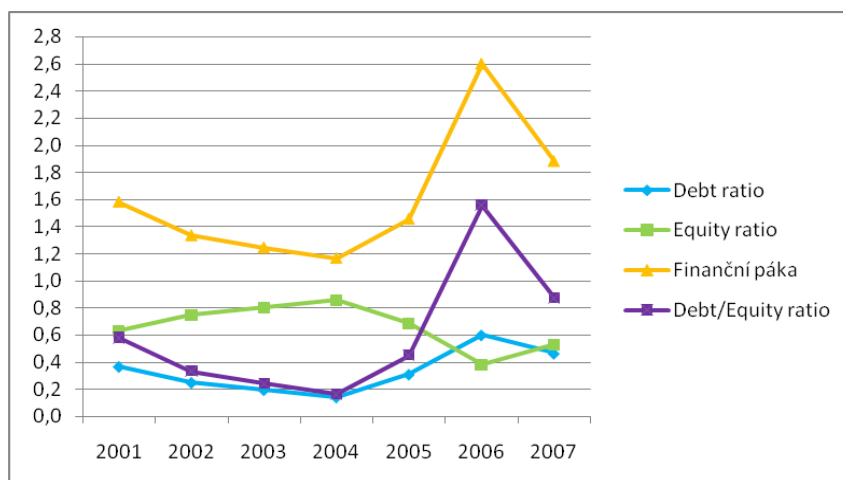
### 2.5.2.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel věřitelského rizika (Debt Ratio) oproti roku 2006, kdy dosáhl hodnoty 60 %, v roce 2007 klesl na 46 %. Věřitelé obecně preferují nízké hodnoty tohoto ukazatele.

Aktiva společnosti byla v roce 2007 financována z 53 % penězi akcionářů (koeficient samofinancování – Equity Ratio). V letech 2001 až 2004 se koeficient Equity Ratio postupně zvyšoval z 63 % na 86 %, v roce 2005 klesl na úroveň 69 %. Nejnižší hodnoty dosáhl koeficient v roce 2006, a to 38 %.

Ukazatel Debt/Equity Ratio, měřící míru finanční samostatnosti podniku, se v roce 2006 pohyboval nad 155 %. V roce 2007 byla hodnota ukazatele 87 %, což vypovídá o stabilitě společnosti.

**Graf 2.21 Vývoj zadluženosti společnosti v letech 2001 – 2007**



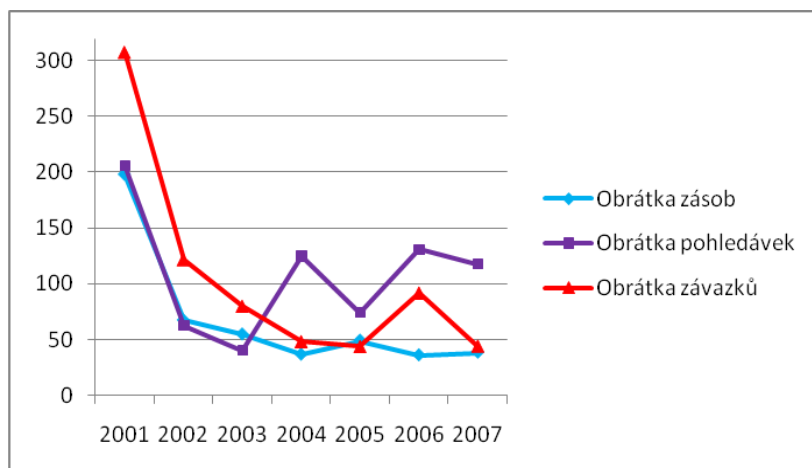
#### 2.5.2.4 Ukazatele aktivity

Ukazatel obrátky zásob má klesající tendenci, a to ze 198 dní v roce 2001 na 36 dní v roce 2006. V roce 2007 došlo k mírnému růstu ukazatele o 2 dny. Společnost se tedy snaží o to, aby nedocházelo k hromadění zásob, které by zbytečně vázaly finanční prostředky v aktivu, které nepřinášejí žádné zhodnocení.

Ukazatel obrátky pohledávek dosahuje velice vysokých hodnot. V roce 2006 byla průměrná doba obratovosti pohledávek 130 dní, o rok později 117 dní. Zlepšila se i platební morálka společnosti, a to z více než 90 dní v roce 2006 na 44 dní v roce 2007.

Společnost by měla věnovat více pozornosti struktuře pohledávek a snažit se vylepšit obchodní politiku.

**Graf 2.22 Vývoj aktivity společnosti v letech 2001 – 2007**

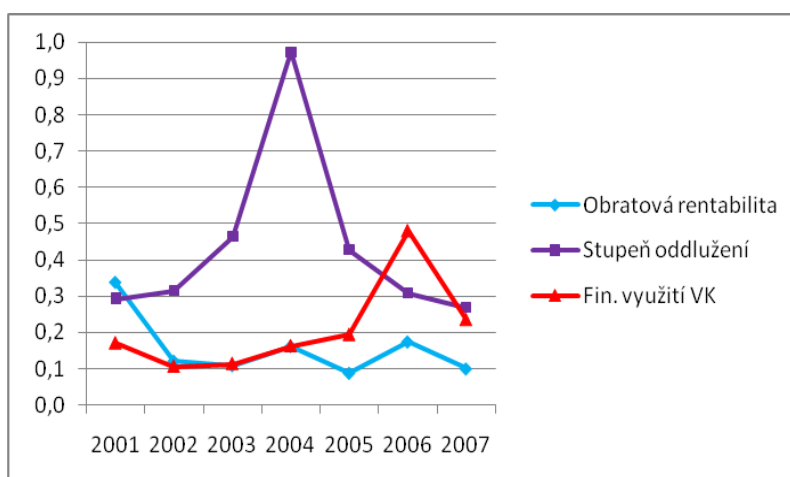


### 2.5.2.5 Ukazatele Cash flow

Tendence obrátové rentability a finančního využití vlastního kapitálu by měla být rostoucí, což společnost nesplňuje, neboť od roku 2006 došlo k poklesu těchto hodnot. Stupeň oddlužení, vyjadřující podíl cizích zdrojů na peněžním toku z provozní činnosti, má od roku 2004, kdy dosáhl 97 %, klesající trend (v roce 2007: 26,8 %).

Doporučením pro společnost je sledovat vývoj cash flow a pokusit se zajistit rostoucí tendenci obrátové rentability a finančního využití vlastního kapitálu.

**Graf 2.23 Vývoj Cash flow společnosti v letech 2001 – 2007**



### 2.5.3 Bonitní model – Douchova analýza

Tato analýza je koncipována tak, že nárůst ukazatele představuje trend pozitivní a obráceně. V tomto případě všechny ukazatele zaznamenaly od roku 2005 pokles. V roce 2007 lze stav společnosti považovat za dobrý, neboť všechny ukazatele dosahují hodnoty vyšší než 1. Pro analýzu je ale lepší se podívat na výsledky více přesnější a podrobnější Douchovy analýzy II, viz Tab. 2.10.

**Tab. 2.9 Douchova analýza I.**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ukazatel stability	1,18	1,14	1,23	2,01	3,04	0,90	1,27
Ukazatel likvidity	0,30	0,33	0,30	1,74	1,27	1,77	1,19
Ukazatel aktivity	0,31	0,64	0,83	0,87	1,65	1,06	1,32
Ukazatel rentability	-0,88	0,15	0,45	2,93	3,14	0,00	2,22
Celkové hodnocení	-0,04	0,42	0,56	2,21	2,38	0,83	1,65

Při podrobnější analýze pomocí Douchovy analýzy II. se v roce 2007, ve srovnání s rokem 2004, všechny ukazatele snížily. V porovnání s rokem 2006 ale hodnoty všech ukazatelů, kromě ukazatele likvidity, vzrostly. Podle ukazatele aktivity lze stav společnosti hodnotit za únosný a podle ostatních ukazatelů vykazuje společnost dobrých výsledků. Společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s. lze tedy považovat za bonitní.

**Tab. 2.10 Douchova analýza II.**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Ukazatel stability</b>	1,13	1,39	1,59	2,48	2,30	1,04	1,22
<b>Ukazatel likvidity</b>	0,54	0,62	0,63	3,23	2,80	3,02	1,94
<b>Ukazatel aktivity</b>	0,73	0,57	0,73	1,03	0,76	0,77	0,80
<b>Ukazatel rentability</b>	-1,98	0,37	0,86	4,68	4,33	0,08	2,68
<b>Celkové hodnocení</b>	-0,40	0,64	0,89	3,53	3,19	1,28	2,03

### 3 Popis vybraných metod oceňování podniku

Ocenění je službou, kterou si objednává zákazník, protože mu přináší užitek. Povaha užitku může být různá podle potřeb objednavatele a cílů, kterým má ocenění sloužit. Účelem ocenění je vyjádřit hodnotu podniku pomocí určité peněžní částky. Konkrétní účel ocenění závisí na tom, jaké informace klient poskytne, a pro jaké potřeby má být zjištěna hodnota podniku.

#### 3.1 Postup při oceňování podniku

Před zahájením prací spojených s oceněním podniku je nezbytné určit důvod pro ocenění, a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Doporučený postup pro oceňování podniku je následující.

- a) Sběr vstupních dat
- b) Analýza dat
  - Strategická analýza: pro posouzení celkového stavu podniku, postavení na trhu a konkurenční síly
  - Finanční analýza: pro zjištění finančního zdraví podniku
  - Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
  - Analýza a prognóza generátorů hodnoty
- c) Sestavení finančního plánu
- d) Ocenění
  - Volba metody
  - Ocenění podle zvolených metod
  - Souhrnné ocenění

Při využití tohoto postupu v praxi mají však jednotlivé kroky různou podobu, zejména podle metod, které jsou použity při ocenění podniku.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Více o postupu při ocenění podniku viz: MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. s. 53 – 54. ISBN 978-80-86929-32-3.

### 3.1.1 Sběr vstupních dat

Nejdůležitější potřebná data pro účely ocenění lze rozdělit do následujících skupin (Mařík, 2007).

- a) *Základní údaje o podniku*: data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, majetkové podíly, struktura řízení, informace o historii podniku.
- b) *Ekonomická data*: účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány.
- c) *Relevantní trh*: vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, faktory vývoje trhu.
- d) *Konkurenční struktura relevantního trhu*: vymezení hlavních konkurentů, bariéry vstupu do odvětví, možné substituty výrobků oceňovaného podniku.
- e) *Odbyt a marketing*: struktura odbytu, hlavní produkty, cenová politika, hlavní odbytové cesty, reklama, výdaje na výzkum a vývoj.
- f) *Výroba a dodavatelé*: řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, struktura dlouhodobého majetku, investiční plány, dodavatelé, stav a členění zásob.
- g) *Pracovníci*: struktura pracovníků, situace na trhu práce, produktivita práce, fluktuace pracovníků, personální náklady.

### 3.1.2 Strategická analýza

Pro účely ocenění je třeba mít k dispozici nejen informace o podniku, ale i o prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroekonomickém prostředí (makroprostředí) a o odvětví (mikroprostředí), do kterého podnik patří.

#### Analýza makroprostředí

Makroprostředí představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, v němž se podnik pohybuje. Takové vlivy, jako je politická stabilita, míra inflace, tempo růstu hrubého domácího produktu, fiskální politika státu, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů, demografický vývoj populace, nezaměstnanost, atd. mohou významně působit na efektivnost podniku a na jeho úspěšnost. Makroprostředí zahrnuje vlivy a podmínky, které vznikají mimo podnik a obvykle bez ohledu na jeho konkrétní chování.

## **Analýza mikroprostředí**

Príslušnost podniku k určitému odvětví je velmi důležitá a identifikace základních znaků dává investorovi přesnější představu o zamýšlené investici. Jedná se v podstatě o vymezení dvou základních okruhů problémů, a to identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje odvětví.

K základním charakteristickým znakům odvětví patří citlivost na změny hospodářského cyklu, míra regulace ze strany státu a struktura odvětví (vliv konkurenčních faktorů: vstup nových konkurentů, hrozba nových výrobků a služeb, soupeření mezi existujícími konkurenty, atd.).

Východiskem pro prognózu odvětví je historický vývoj, který se soustřeďuje především na porovnání minulého vývoje tržeb, zisků a cen akcií.<sup>13</sup>

### **3.1.3 Finanční analýza**

V rámci oceňování podniku by měla finanční analýza plnit dvě základní funkce, a to prověřit finanční zdraví podniku a vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je vyvozována výnosová hodnota.

Finanční analýza podniku v sobě zahrnuje hodnocení firemní minulosti, současnosti a předvídání budoucích finančních podmínek.

#### **Metody finanční analýzy**

Základní členění metod pro účely finanční analýzy je následující.

##### **1. Deterministické metody**

- a) *Horizontální analýza*: neboli analýza trendů, se zabývá časovými změnami absolutních ukazatelů. Hledá odpověď na otázku, o kolik se změnily jednotlivé položky finančních výkazů v čase.
- b) *Vertikální analýza*: zabývá se vnitřní strukturou absolutních ukazatelů, usnadňuje srovnatelnost účetních výkazů s předchozím obdobím.
- c) *Poměrová analýza*: slouží k analýze soustav vybraných poměrových ukazatelů. Do této kategorie patří následující ukazatele

---

<sup>13</sup> Více o analýze mikroprostředí a makroprostředí viz: KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. s. 29 – 37. ISBN 80-7179-529-1.



- *rentability*: ukazatele poměřující zisk s jinými veličinami, aby se zhodnotila úspěšnost při dosahování podnikových cílů. Podle typu použitého kapitálu se rozlišuje rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu, rentabilita tržeb a rentabilita nákladů.
  - *aktivita*: měří efektivnost podnikatelské činnosti a využití zdrojů podle rychlosti obratu vybraných položek rozvahy. Jedná se o ukazatele typu doby obratu nebo obratovosti, které jsou využívány pro řízení aktiv.
  - *zadluženosti*: posuzuje se finanční struktura podniku. Slouží jako indikátor výše rizika, které podnik podstupuje při určité struktuře vlastních a cizích zdrojů.
  - *likvidity*: odhadují schopnost podniku splácet krátkodobé závazky. Lze použít ukazatele běžné, pohotové a okamžité likvidity.
  - *kapitálového trhu*: zabývají se hodnocením činnosti z hlediska zájmů současných a budoucích akcionářů. Analýza vychází z tržní ceny akcie. Patří zde ukazatele čistého zisku na akcii, účetní hodnoty vlastního kapitálu, dividendy na akcii, atd.
- d) *Analýza soustav ukazatelů*: podstatou soustavy poměrových ukazatelů je sestavení jednoduchého modelu, jež zobrazuje vzájemné vazby mezi dílčími ukazateli vyššího řádu. Patří zde následující ukazatele
- *DuPontův rozklad ukazatele rentability*,
  - *Pyramidové soustavy ukazatelů*.
- e) *Metody účelově vybraných ukazatelů*: přiřazují podniku jeden výsledný hodnotící koeficient. Do této kategorie patří
- *Bonitní modely*: Douchova analýza, Tamarého model, Kralický Quicktest,
  - *Bankrotní modely*: Altmanovo Z-skóre, Tafflerův model, Index IN.

## 2. Matematicko-statistické metody

- a) *Regresní analýza*,
- b) *Diskriminační analýza*,
- c) *Statistické testy odlehklých dat*,
- d) *Korelační koeficienty*,
- e) *Analýza rozptylu, aj.*

## 3.2 Metody oceňování podniku

Znalci a odhadci mají možnost vybrat si z široké nabídky metod oceňování podniku, se kterými lze pracovat. Výsledná hodnota se většinou opírá o použití více oceňovacích metod.

V zásadě lze oceňovací metody používané pro stanovení hodnoty podniku rozdělit do čtyř základních skupin

- *metody výnosové,*
- *metody majetkové,*
- *metody tržního porovnání,*
- *metody kombinované.*

Volba metody závisí na funkcích, které si ocenění klade. Obvykle se však používají všechny základní metody.

Ocenění podniku je odvozeno z budoucích finančních toků, které jsou rizikové a nejisté. Předpokládá-li se pasivní přístup a neuvažuje-li se s aktivními zásahy managementu v budoucnu, lze aplikovat následující metody (Dluhošová, 2006)

- *metoda upraveného nákladu kapitálu,*
- *metoda jistotních ekvivalentů.*

Poměrně novým způsobem pro stanovení hodnoty podniku jsou flexibilní metody za rizika,

- *metody reálných opcí.*

### 3.2.1 Vymezení volných finančních toků

Volné finanční toky (*FCF – Free Cash Flow*) jsou chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu. Volné finanční toky pro vlastníky a věřitele *FCFF (Free Cash Flow to the Firm)* představují veškeré peněžní toky generované z aktiv bez ohledu na to, pro koho jsou určeny. *FCFF* se skládají z volných finančních toků pro vlastníky *FCFE (Free Cash Flow to the Equity)* a z volných finančních toků pro věřitele *FCFD (Free Cash Flow to the Debt)*.

Volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* jsou charakterizovány toky z pohledu vlastníků a jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti následovně (Dluhošová, 2006)

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV + S, \quad (3.1)$$

kde  $\Delta \text{ČPK}$  je změna stavu čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva snižená o krátkodobé závazky), *INV* jsou investiční výdaje, *S* je saldo neboli rozdíl mezi čerpáním dluhu  $S^C$  a splátkami dluhu  $S^S$ .

Volné finanční toky pro věřitele *FCFD* vyjadřují toky z pohledu věřitelů, a jsou určeny podle vzorce

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - t) - S, \quad (3.2)$$

kde *t* je sazba daně z příjmu,  $-S$  je saldo z pohledu banky (tzn. rozdíl mezi příjmy z inkasovaných splátek a výdaji na poskytnuté dluhy).

Z výše uvedeného vyplývá, že *FCFF* se zjistí následovně

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV + \text{úroky} \cdot (1 - t). \quad (3.3)$$

Pro výpočet *FCFF* je třeba vymezit dvě hlavní veličiny, tj. korigovaný provozní výsledek hospodaření *KPHV* a investice *INV*.

### **3.2.1.1 Korigovaný provozní výsledek hospodaření**

*FCFF* je počítán nepřímou metodou, kde východiskem je výsledek hospodaření. Korigovaný provozní výsledek hospodaření *KPHV* je v zásadě shodný s výsledkem hospodaření pro výpočet ekonomické přidané hodnoty, který se označuje jako *NOPAT* – čistý operační zisk před daní. Pro výpočet *KPHV* je potřeba z provozního výsledku hospodaření vyřadit tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, náklady na dlouhodobý majetek a materiál, daně, odpisy, náklady spojené s udržováním neprovozního majetku a jednorázové položky, které by se pravidelně neopakovaly (aktivace, ostatní provozní výnosy a náklady). K takto získané hodnotě se připočítává změna rezerv, neboli ostatní provozní položky.

### **3.2.1.2 Investice**

Investice potřebné pro výpočet volného peněžního toku se skládají z investic do provozně nutného dlouhodobého majetku *INV-DM* a investic do provozně nutného pracovního kapitálu *INV-PK*.

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku *INV-DM* jsou vypočteny jako změna výše provozně nutného dlouhodobého majetku za daný rok plus odpisy. Takto zjištěné investice jsou pak do tabulky peněžních toků dosaženy s opačným znaménkem. Výše dlouhodobého majetku je převzata z výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu.

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu *INV-PK* se vypočítají podle vztahu  $\dot{CPK}_t - \dot{CPK}_{t-1}$ .

### **3.2.2 Výnosové metody oceňování**

Podstatou výnosových metod je poznatek, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tímto užitekem jsou u podniku očekávané ekonomické efekty, jako například zisk, dividendy, finanční toky. Výnosové metody lze použít zejména pro podniky ve fázi rozvoje, které mají podnikatelskou strategii. Základem těchto metod je výpočet současné hodnoty budoucích výnosů s využitím složitého úrokování, volba časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu.

Do této kategorie patří následující metody oceňování

- metoda diskontovaných peněžních toků (*DCF – Discounted Cash Flow*),
- metoda kapitalizovaných zisků,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (*EVA – Economic Value Added*).

#### **3.2.2.1 Metody diskontovaných peněžních toků**

Jedná se o metody, které jsou uplatňovány především v anglosaských zemích. Stále více se však využívají i v praxi českých podniků.

Metody *DCF* pracují s časovou hodnotou výnosů, přičemž budoucí peněžní toky jsou převáděny na současnou hodnotu k datu ocenění. Hodnota podniku stanovená současnou hodnotou budoucích peněžních toků je pak upravena o nejistotu a rizika.

Podle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo pouze vlastní kapitál, a podle toho jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu, lze rozlišit čtyři základní metody oceňování podniku (Dluhošová, 2006)

- *metoda DCF – Entity* (Entity approach), entity – jednotka, která označuje podnik jako celek,
- *metoda DCF – Equity* (Equity approach), equity – vlastní kapitál,
- *metoda DDM* (Dividend Discount Model) – dividendový diskontní model,
- *metoda APV* (Adjusted Present Value) – metoda upravené současné hodnoty.

### **Metoda DCF – Entity**

Metoda *DCF – Entity* je v praxi využívána nejvíce. U této metody je oceňován celkový kapitál. Volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele *FCFF* je diskontován nákladem celkového kapitálu *WACC*. Cílem metody je tržní ocenění podniku jako celku,

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (3.4)$$

### **Metoda DCF – Equity**

Použitím této metody je vyčíslena hodnota vlastního kapitálu, a to na základě volných peněžních toků pro vlastníky *FCFE*, které jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu *R<sub>E</sub>*.

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (3.5)$$

### **Metoda DDM**

U dividendového diskontního modelu je oceňován vlastní kapitál na základě výpočtu vnitřní hodnoty akcie, kterou zjistíme pomocí dividendy, což je peněžní tok pro vlastníky. Principem dividendového modelu je stanovení současné hodnoty budoucích příjmů pro majitele akcie. Metodu *DDM* lze využít pouze u podniku, který dosahuje zisku a stabilně vyplácí dividendy. Rozlišuje se verze s dividendami konstantními a s dividendami konstantně rostoucími, což je tzv. Gordonův model (Dluhošová, 2006).

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (3.6)$$

kde *DIV* je dividendy v běžném období, *R<sub>E</sub>* náklad na vlastní kapitál, *g* je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

## Metoda APV

Slouží k oceňování celkového kapitálu. Prvním krokem výpočtu je zjištění hodnoty nezádluženého podniku, tzn. diskontování finančních toků, které tvoří toky nezádlužené firmy  $FCFE_U$ , nákladem celkového kapitálu nezádlužené firmy  $R_U$ . Pro účely ocenění zadluženého podniku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít  $TS$  diskontovat náklady dluhu  $R_D$ .

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (3.7)$$

### 3.2.2.2 Technika propočtu a volba časového horizontu výnosových metod

Technikou propočtu se rozumí všechny postupy, jimiž jsou přetvářeny vstupní údaje o volných peněžních tocích na výsledný odhad výnosové hodnoty podniku.

Propočet metodou *DCF* probíhá obvykle ve dvou krocích.

#### a) Určení celkové hodnoty podniku

hodnota je stanovena součtem hodnoty vlastního a úročeného cizího kapitálu.

#### b) Výpočet výnosové hodnoty kapitálu

ocenění podniku metodami *DCF* je založeno na současné hodnotě volných peněžních toků. Hodnota podniku  $V$  se určí pomocí obecného výrazu

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (3.8)$$

kde  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $R$  náklad kapitálu,  $t$  jsou roky.

Zpravidla se předpokládá, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (pracuje se s případem „going concern“). Pro tak dlouhé období je ale obvykle nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Přitom však podnik prochází různými fázemi vývoje. Podle toho, kolik fází se určuje při oceňování podniku, se metody rozlišují na jednofázové, dvoufázové a obecně vícefázové metody (Dluhošová, 2006).

### Jednofázová metoda

Jedná se o situaci, v níž se předpokládá stejné chování po celé období, přičemž trvání podniku není omezeno. Hodnota firmy je pak při konstantních  $FCF$  určena jako perpetuita

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (3.9)$$

nebo s tempem růstu, poklesu  $g$ ,

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (3.10)$$

kde  $g = (FCF_{t+1} - FCF_t)/FCF_t$ ,  $g \in (-1; R)$  a současně  $g \neq R$ . Pokud  $g \in (0; R)$ , jedná se o růst, pokud  $g = 0$ , podnik neroste, pokud  $g \in (-1; 0)$ , pak jde o pokles hodnoty.

Tempo růstu  $g$  lze odhadnout na základě analýzy časových řad z historických růstových měr nebo pomocí analýzy vnitřních faktorů, případně podle názorů analytiků.

### Dvoufázová metoda

Vychází se z představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. Použití dvoufázové metody předpokládá, že odhadce je schopen určit hodnotu podniku po explicitně prognózovaném období. Pro tuto veličinu se používá výraz pokračující hodnota.

První fáze je obvykle plánována na 4 až 6 let. Poté následuje druhá fáze, která trvá do nekonečna. Předpokládá se, že v této fázi lze stanovit a odhadnout již pouze trend vývoje finančních toků (konstantní, rostoucí nebo klesající trend).

Hodnota podniku souhrnně je pak určena součtem obou fází. V první fázi lze finanční toky určit relativně přesně, a tedy

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (3.11)$$

kde  $T$  je délka první fáze,  $R_1$  jsou náklady kapitálu v první fázi.

V druhé fázi se používá pokračující hodnota  $PH$ , což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Pokračující hodnotu je nutné diskontovat k momentu ocenění

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (3.12)$$

Za předpokladu konstantních finančních toků v druhé fázi je pokračující hodnota stanovena následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \text{ nebo } PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (3.13)$$

kde  $R_2$  jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

### 3.2.2.3 Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda vychází více z účetních principů a uplatňuje se zejména v kontinentální Evropě. Metoda kapitalizovaných zisků je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou odhadovány z historických dat, na základě analýzy bilance a výkazu zisku a ztráty za období 3 – 5 let.

Odhadce má za úkol vytvořit časovou řadu a získat tzv. trvale udržitelný zisk  $Z$ , to je zisk vykázaný v účetnictví, který musí být podroben řadě korekcí, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru aj. Propočet trvale udržitelného zisku  $Z$  je následující (Dluhošová, 2006)

$$Z = \frac{\sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t}{\sum_{t=1}^T w_t}, \quad (3.14)$$

kde  $Z_t$  je zisk v minulých obdobích upravený o korekce,  $w_t$  jsou váhy přiřazené jednotlivým obdobím,  $T$  je počet let zahrnutých do výpočtu.

Odhad hodnoty podniku na bázi trvalého zisku pak v případě perpetuity lze spočítat podle následujícího vzorce

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (3.15)$$

kde  $R$  jsou náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra).

Hodnota podniku je propočtena následující metodou.

### **Paušální metoda kapitalizovaných zisků**

Základem ocenění je výnosový potenciál k datu ocenění a zpravidla nejsou brány v úvahu růstové možnosti podniku. Pro výpočet hodnoty podniku je použit následující postup. Minulé výsledky hospodaření za jednotlivé roky jsou přepočteny na upravený hospodářský výsledek  $UHV$  před odpisy,<sup>14</sup> který je přepočten cenovým indexem<sup>15</sup> na ceny k datu ocenění. Z takto zjištěné časové řady je získán trvale udržitelný zisk  $Z$ , pomocí něhož se vypočte výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku.

<sup>14</sup>  $UHV$  před odpisy:  $HV$  před zdaněním + odpisy – finanční výnosy – tržby z prodeje  $DM$  + zůstatková cena prodaného  $DM$  + mimořádné náklady – mimořádné výnosy.

<sup>15</sup> Cenový index je blíže specifikován u výpočtu hodnoty podniku metodou kapitalizovaných zisků v části 4.3.4.



#### 3.2.2.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (*EVA – Economic Value Added*) souvisí s mírou zhodnocení investovaného kapitálu.

K propočtu *EVA* je potřeba znát tři veličiny

- hospodářský výsledek z operativních činností po zdanění,
- tomuto hospodářskému výsledku odpovídající aktiva (operativní aktiva),
- průměrné vážené náklady kapitálu.

Výpočet *EVA* lze znázornit vzorcem

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot NOA, \quad (3.16)$$

kde *NOPAT* je provozní hospodářský výsledek po zdanění, *WACC* vážené kapitálové náklady, *NOA* je investovaný kapitál (operativní aktiva).<sup>16</sup>

Hodnota podniku se pak stanoví jako současná hodnota budoucích *EVA*

$$V = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}. \quad (3.17)$$

Při oceňování podniku metodou *EVA* se vychází z faktu, že akcionářská hodnota je totožná s tržní hodnotou vlastního kapitálu.<sup>17</sup> Tato tržní hodnota odpovídá současné hodnotě čistých výnosů investora, které vyplývají z držení akcie. Skládá se z plateb podniku pro investora a z plateb třetích osob ve prospěch investora.

#### 3.2.2.5 Metoda tržní přidané hodnoty

Tržní přidaná hodnota (*MVA – Market Value Added*) úzce souvisí s ukazatelem *EVA*. *MVA* je současná hodnota budoucích *EVA*, je to tedy provozní goodwill. Vztah mezi *MVA* a *EVA* lze vyjádřit tak, že *EVA* měří úspěch společnosti během minulého roku, zatímco *MVA* vyjadřuje pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti, představuje tedy tržní pohled na výkonnost podniku.

<sup>16</sup> Více informací k propočtu hodnoty podniku metodou *EVA*:

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. s. 246. ISBN 80-86119-57-2.

<sup>17</sup> Tržní hodnota vlastního kapitálu je vypočtena jako součet tržní hodnoty operativních a neoperativních aktiv, od kterých se odečte tržní hodnota závazků. Tržní hodnota operativních aktiv je dána součtem čistých operativních aktiv (*NOA*) a tzv. tržní přidané hodnoty.

### **3.2.3 Majetkové metody oceňování**

Úkolem metody majetkového ocenění podniku je odhadnout cenu, kterou by musel investor zaplatit, kdyby chtěl znovu pořídit jednotlivé složky majetku. Koncept ocenění spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů (Dluhošová, 2006).

Rozlišují se tři základní metody

- *metoda účetní hodnoty,*
- *metoda substanční hodnoty,*
- *metoda likvidační hodnoty.*

Ocenění podniku zjištěné pomocí těchto metod se blíží spíše k dolní hranici hodnoty podniku. Využití majetkových metod je spojeno s velmi zdoluhavým a pracným vyhledáváním jednotlivých informací.

#### **3.2.3.1 Metoda účetní hodnoty**

Účetní metoda ocenění vychází ze stavových veličin, které poskytuje rozvaha podniku. Hodnota je odvozena z historických cen. Vlastní kapitál je pak rozdílem mezi účetní hodnotou aktiv a v účetnictví vykazovanými závazky a dluhy podniku.

Účetní hodnota vlastního kapitálu připadající na jednu akcii je pak vyjádřena jako podíl vlastního kapitálu a celkového počtu emitovaných akcií podniku.

Výhodou metody je jednoduchost výpočtu. Patří ale k nejméně přesným metodám, neboť účetní hodnota je založena na historických cenách aktiv a často se velmi odchyluje od jejich současné ceny. Další nevýhodou je, že nevychází z tržního ocenění, které se může výrazně lišit od nominálních účetních hodnot.

#### **3.2.3.2 Metoda substanční hodnoty**

Substanční hodnota podniku je vyjádřena souhrnem relativně samostatných ocenění jeho jednotlivých majetkových složek. Tyto složky se oceňují podle poměrně objektivních pravidel, k datu ocenění a za předpokladu, že podnik bude pokračovat ve své činnosti.

Základem ocenění substance je zjištění reprodukční pořizovací ceny jednotlivých aktiv snížená o reálné ocenění veškerých závazků a dluhů k datu ocenění.<sup>18</sup>

Pokud jsou oceňovány pouze aktiva, používá se označení brutto substanční hodnota  $S_b$ . Odpočte-li se od hrubé substanční hodnoty reálné ocenění všech závazků, je získána substanční hodnota netto  $S_n$ .

Nedostatkem substanční metody je, že nezohledňuje vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. Dále se pomíjí tržní aktuální hodnota nehmotného majetku (goodwill, hodnota managementu, hodnota podnikové kultury, tržní hodnota patentů a licencí, atd.), která se k této hodnotě musí připočítat (Dluhošová, 2006).

### **3.2.3.3 Metoda likvidační hodnoty**

Likvidační hodnotou se rozumí množství peněžních prostředků, které by byly rozděleny mezi akcionáře při ukončení podnikání firmy a prodeji veškerých aktiv a po zaplacení všech dluhů a závazků.

Likvidační hodnota je považována za spodní hranici hodnoty podniku. Klesne-li cena podniku pod likvidační hodnotu, stane se podnik atraktivní pro převzetí (Dluhošová, 2006).

### **3.2.4 Metody tržního porovnání**

Označují se také jako metody komparativní nebo metody relativního oceňování. Podstatou metod tržního srovnání je určení hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat podniků s obdobnými a srovnatelnými vlastnostmi. Ocenění se nejčastěji provádí u společností, jejichž podíly jsou obchodovány na veřejných trzích. Obecně lze touto metodou stanovit hodnotu podniku následovně

$$V = \text{multiplikátor}_{(\text{srovnatelná firma})} \cdot \text{ukazatel}_{(\text{oceňovaná firma})}. \quad (3.18)$$

Rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků je možné zohlednit pomocí multiplikátorů.

---

<sup>18</sup> Reprodukční pořizovací cena: cena, za kterou by byl majetek pořízen v době, kdy se o něm účtuje.

Více viz: § 25 odst. 4) zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví.

Multiplikátory lze konstruovat různě, například

<b>P/E</b>	<i>tržní cena akcie / čistý zisk na akcii,</i>
<b>MV/BV</b>	<i>tržní hodnota firmy / účetní hodnota firmy,</i>
<b>P/CF</b>	<i>tržní cena akcie / Cash flow na akcii,</i>
<b>P/D</b>	<i>tržní cena akcie / dividendy připadající na akcii,</i>
<b>P/S</b>	<i>tržní cena akcie / tržby.</i>

Je-li vybrán multiplikátor, musí být následně zjištěny jeho hodnoty pro vybraný soubor srovnatelných podniků.<sup>19</sup>

Dílčí odhad hodnoty akcie oceňovaného podniku  $V_E$  pomocí multiplikátoru  $P/E$  se stanoví jako

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{(\text{srovnatelná firma})} \cdot \text{čistý zisk}_{(\text{oceňovaná firma})}. \quad (3.19)$$

Ostatní multiplikátory lze rovněž použít pro odhad hodnoty akcie podniku. Výhodou metody je její technická jednoduchost. Vzhledem k řadě odlišností mezi srovnatelnými podniky se však musí zohlednit další vlivy. Ty lze do ocenění promítnout pouze pomocí různých srážek a přírážek, které jsou spíše subjektivního charakteru. Význam metody pak spočívá především ve vymezení prostoru, ve kterém se může tržní hodnota pohybovat.

Využití této metody závisí na četnosti prodeje obdobných subjektů, v České republice je zatím velmi malá. Vypovídací schopnost těchto metod je nízká, neboť je obtížné najít srovnatelné podniky. Každý podnik je specifický, ať již jen kvalitou managementu, firemní kulturou, geografickou polohou apod. (Dluhošová, 2006).

### 3.2.5 Metody kombinované

Tyto metody se snaží o kombinované ocenění majetkové a výnosové. Lze však použít i některé další metody, které jsou od nich odvozeny. Patří zde zejména následující tři metody.

#### Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků)

Hodnota podniku se stanoví jako aritmetický průměr zjištěné substanční  $V_S$  a výnosové  $V_V$  hodnoty podniku

$$V = (V_S + V_V)/2. \quad (3.20)$$

---

<sup>19</sup> Pro použití komparativní metody je třeba mít k dispozici potřebná data z alespoň pěti srovnatelných podniků.

### Metoda vážené střední hodnoty

Kombinuje výpočet tržní hodnoty podniku na základě váhy stavových a tokových veličin

$$V = w_1 \cdot V_S + w_2 \cdot V_V, \quad (3.21)$$

kde  $w_1, w_2$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám ocenění ( $w_1 + w_2 = 1$ ).

### Metoda nadzisku (superzisku)

Metoda, která je analogií metody střední hodnoty s tím rozdílem, že odhadce se zabývá tzv. nadziskem (superziskem). Hodnota podniku je definována jako rozdíl mezi výnosovou a substanční hodnotou. Výchozí myšlenkou je, že podnik musí vyprodukovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního výnosu.

Kapitalizovaný nadzisk je vypočten jako rozdíl mezi celkovým ziskem  $Z$  podniku a ziskem, který by vlastník získal při normálním zúročení kapitálu bez rizika  $i_k$ . Vložený kapitál vyjadřuje substanční hodnota  $S$  (Mařík, 2007)

$$\text{Nadzisk} = Z - i_k \cdot S. \quad (3.22)$$

Hodnota podniku  $V$  při trvale dosahovaném nadzisku

$$V = S + \frac{Z - i_k \cdot S}{i_{k2}}. \quad (3.23)$$

Nadzisk je spojen se značnými riziky, a proto je zde kalkulováno s vyšší úrokovou mírou  $i_{k2}$ .

### 3.2.6 Metody oceňování za rizika

Ocenění podniku za podmínek rizika se rozlišuje na dva základní přístupy

- aktivní přístup: oceňují se možné budoucí aktivní zásahy managementu podniku – *metodologie reálných opcí*,
- pasivní přístup: podnik neuvažuje s aktivními zásahy managementu v budoucnu – *metoda upraveného nákladu kapitálu, metoda jistotních ekvivalentů*.

### 3.2.6.1 Metodologie reálných opcí

Tímto způsobem by měly být oceňovány zejména podniky tzv. nové ekonomiky<sup>20</sup>. Tyto podniky ke své činnosti nepotřebují velké investice do dlouhodobých hmotných aktiv, ale rozvoj je spjat s vysoce kvalifikovanou pracovní silou, počáteční neexistencí konkurence a nízkou počáteční úrovní tržeb, která je ale spojena s příslibem růstových příležitostí.

Reálnými opcemi se rozumí flexibilní přístup při finančním rozhodování o reálných aktivech (aktiva, dluh, vlastní kapitál, investice, půda, komodity, náklady výzkumu, technologie, procesy) při strategickém rozhodování nefinančních institucí.<sup>21</sup>

Hodnotu podniku lze stanovit následovně

$$\text{rozšířená hodnota} = \text{pasivní hodnota} + \text{hodnota flexibility}^{22}, \quad (3.24)$$

přičemž hodnota flexibility vyjadřuje hodnotu aktivních zásahů managementu.

### 3.2.6.2 Metoda jistotních ekvivalentů

Rizikové volné finanční toky se převádějí na jisté a diskontují se bezrizikovou sazbou

$$V = \sum_{t=1}^T CE(FCF_t) \cdot (1 + R_1)^{-t} + CE(PH) \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (3.25)$$

kde  $CE(FCF_t)$  je jistotní ekvivalent odhadovaných finančních toků.

### 3.2.6.3 Metoda upraveného nákladu kapitálu

Rizikové volné finanční toky jsou převedeny na střední hodnotu a diskontovány nákladem kapitálu

$$V = \sum_{t=1}^T E(FCF_t) \cdot (1 + R_1)^{-t} + E(PH) \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (3.26)$$

kde  $E(FCF_t)$  je střední hodnota odhadovaných finančních toků.

<sup>20</sup> Jde především o nové, rychle se rozvíjející podniky, jejichž hlavní činnost je spojena s počítači a internetem.

<sup>21</sup> Více o reálných opcích: DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. s. 172 – 174. ISBN 80-86119-58-0.

<sup>22</sup> Hodnota flexibility je stanovena součtem strategické, provozní a finanční reálné opční hodnoty.

## 4 Oceňování podniku cyklického odvětví

Součástí oceňování podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s. je pro účely ocenění sestavena prognóza generátorů hodnoty a finanční plán podniku pro období 2008 – 2012. Ocenění je provedeno k 1. 1. 2008, neboť jsou k dispozici účetní výkazy z let 2001 – 2007.

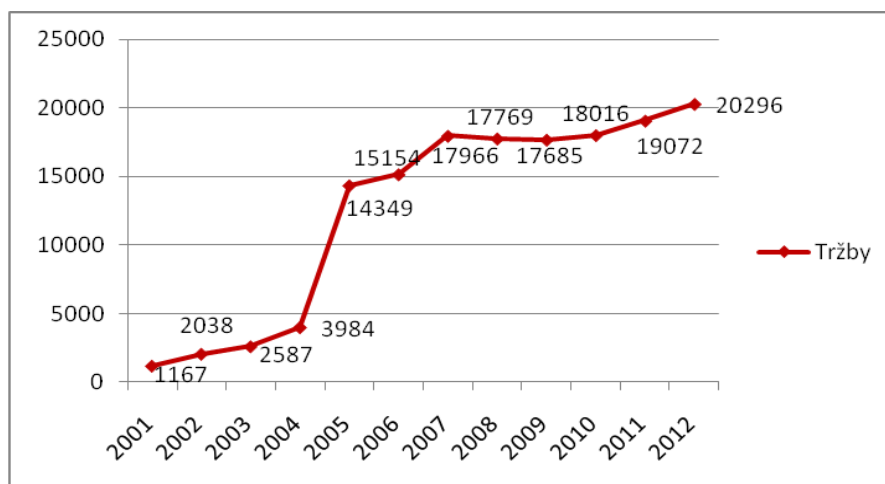
### 4.1 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Pod pojmem generátory hodnoty se v této práci jedná o soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které určují hodnotu podniku. Pracuje se s následujícími generátory hodnoty: tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu, investice do dlouhodobého provozně nutného majetku, diskontní míra a způsob financování.

#### Tržby

První generátor hodnoty, tj. tržby, již byl analyzován v rámci strategické analýzy, a je tudíž k dispozici i prognóza. Graf 4.1 zobrazuje skutečné tržby podniku v mil. Kč v období 2001 – 2007 a prognózu tržeb pro léta 2008 – 2012.<sup>23</sup>

**Graf 4.1 Skutečné a prognózované tržby společnosti v letech 2001 - 2012**



<sup>23</sup> Prognózované tržby jsou součástí finančního plánu společnosti pro období 2008 – 2012.

### Provozní zisková marže

Zisková marže z provozní činnosti podniku před odpisy je vypočítána jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření k tržbám.

Tab. 4.1 Skutečná a prognózovaná ziskové marže

	Rok	Provozní zisk před odpisy (tis. Kč)	Zisková marže
Skutečnost	2001	89 326	7,65%
	2002	452 492	22,21%
	2003	589 742	22,80%
	2004	530 014	13,30%
	2005	2 986 399	20,81%
	2006	3 619 275	23,88%
	2007	4 564 377	25,41%
Prognóza	2008	4 442 167	25,00%
	2009	4 421 289	25,00%
	2010	4 503 967	25,00%
	2011	4 767 899	25,00%
	2012	5 073 998	25,00%

### Čistý pracovní kapitál

Na základě odhadnutých dob obratu ve dnech a stanovení provozně potřebné výše peněžních prostředků, jsou v Tab. 4.2 dopočítány hodnoty jednotlivých položek a čistého pracovního kapitálu v peněžním vyjádření.

Tab. 4.2 Čistý pracovní kapitál (v tis. Kč)

	Rok	Zásoby	Pohledávky	Čas. rozlišení aktivní	Peněžní prostředky	Krátkodobé závazky	Čas. rozlišení pasivní	Čistý prac. kapitál
	Symbol	ZAS	POHL	ČRA	PP	KZ	ČRP	ČPK
Skutečnost	2001	652 751	650 289	371 492	13 051	1 014 409	25 601	647 573
	2002	399 243	364 657	306 523	35 801	556 560	34 979	514 685
	2003	400 992	293 607	315 875	86 555	584 950	0	512 079
	2004	407 952	1 391 945	247 116	635 672	535 756	1 047	2 145 882
	2005	1 973 829	2 493 334	112 503	2 325 298	1 749 989	24 797	5 130 178
	2006	1 522 996	5 171 898	78 711	1 121 192	1 637 939	227 088	6 029 770
	2007	1 917 216	5 264 084	140 174	434 487	2 198 035	53 024	5 504 902
Prognóza	2008	2 044 614	4 868 128	140 174	439 105	2 195 526	53 024	5 243 471
	2009	2 277 267	4 845 248	140 174	430 258	2 151 290	53 024	5 488 632
	2010	2 517 286	4 935 854	140 174	439 291	2 196 455	53 024	5 783 126
	2011	2 821 551	5 225 095	140 174	467 124	2 335 618	53 024	6 265 302
	2012	3 225 117	5 560 546	140 174	497 113	2 485 564	53 024	6 884 362



## Dlouhodobý majetek a investice

Pro projekci investic do dlouhodobého majetku je vypočtena náročnost růstu tržeb na investice a růst dlouhodobého majetku od roku 2001 do 2007. Na základě těchto propočtů je proveden odhad investic pro růst tržeb v letech 2008 – 2012.

**Tab. 4.3 Odhad investic pro období 2008 – 2012 (v tis. Kč)**

<b>Majetek</b>	<b>Odhad investic pro období 2008-2012</b>	<b>Investice ročně</b>
Nehmotný majetek	34 973	6 995
Stavby	118 242	23 648
Samostatné movité věci	- 43 297	-8 659
<b>Celkem</b>	<b>109 918</b>	<b>21 984</b>
<b>Koeficient náročnosti růstu tržeb na investice</b>		<b>4,7 %</b>

## 4.2 Sestavení finančního plánu

Pro ocenění podniku některou z výnosových metod je třeba sestavit kompletní finanční plán, který se skládá z výsledovky, rozvahy a výkazu peněžních toků.

V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tzn. z jeho vize a strategie.<sup>24</sup>

Na základě závěrů z analýzy a prognózy podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s. byly sestaveny plánované výkazy na období 2008 až 2012.

### 4.2.1 Plánovaná výsledovka

Pro analyzované období jsou předpokládány stabilní úrokové sazby ve výši 5,6 % pro dlouhodobé úvěry a 4,5 % pro úvěry krátkodobé. Výnosové úroky jsou podle odhadu 2,0 % z výše peněžních prostředků k počátku roku. Mimořádný výsledek hospodaření pro budoucí roky není plánovaný. Očekává se klesající daňová sazba: 24 % (2008), 21 % (2009), 20 % (2010), 19 % (2011 – 2012).

<sup>24</sup> Více informací o postupu při sestavování finančního plánu:

Mařík, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. s. 149 – 162. ISBN 80-86119- 57-2.

**Tab. 4.4 Výnosy a náklady spojené s provozním majetkem (v tis. Kč)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Výnosy	19 185 952	19 418 605	19 658 624	19 962 889	20 366 455
Tržby za prodej výrobků a služeb	17 768 668	17 685 155	18 015 867	19 071 597	20 295 994
Změna stavu zásob a aktivace	1 417 284	1 733 450	1 642 756	891 292	70 461
Výkonová spotřeba	13 944 195	14 289 910	14 524 101	14 622 842	14 886 537
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>5 241 757</b>	<b>5 128 695</b>	<b>5 134 522</b>	<b>5 340 047</b>	<b>5 479 918</b>
Osobní náklady	790 706	698 564	621 547	562 612	395 772
Daně a poplatky	8 884	8 843	9 008	9 536	10 148
Odpisy	721 036	686 933	1 092 705	374 341	375 435
Tržby z prodeje DM a materiálu	35 537	35 370	36 032	38 143	40 592
Zůstatková cena DM a materiálu	35 621	35 453	36 116	38 233	40 687
Ostatní provozní položky	-239 877	-238 750	-243 214	-257 467	-273 996
Ostatní provozní výnosy	88 843	88 426	90 079	95 358	101 480
Ostatní provozní náklady	139 442	142 899	145 241	146 228	148 865
<b>Korigovaný provozní hosp. výsl.</b>	<b>3 181 811</b>	<b>3 193 458</b>	<b>2 860 580</b>	<b>3 818 129</b>	<b>4 092 943</b>
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>3 910 326</b>	<b>3 918 549</b>	<b>3 599 230</b>	<b>4 600 064</b>	<b>4 925 078</b>

Pro odhad finančního výsledku hospodaření podniku byly použity údaje z finančního plánu společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. schváleného pro období 2006 – 2009, na jehož základě byly provedeny odhady položek do roku 2012.<sup>25</sup>

**Tab. 4.5 Výnosy a náklady spojené s finančním majetkem (v tis. Kč)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Změna stavu rezerv a opr. položek	600 000	500 000	400 000	350 000	300 000
Výnosové úroky	113 971	106 145	105 510	107 503	113 844
Nákladové úroky	220 792	152 685	117 655	76 971	37 235
Ostatní finanční výnosy	800 000	800 000	800 000	800 000	800 000
Ostatní finanční náklady	650 000	650 000	650 000	650 000	650 000
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-556 820</b>	<b>-396 541</b>	<b>-262 144</b>	<b>-169 468</b>	<b>-73 391</b>

Podle očekávané daňové sazby pro budoucí roky je dopočítán celkový výsledek hospodaření jako součet provozního a finančního výsledku hospodaření a daně.

**Tab. 4.6 Celkový výsledek hospodaření (v tis. Kč)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Výsledek hospodaření před daní</b>	<b>3 353 506</b>	<b>3 522 009</b>	<b>3 337 086</b>	<b>4 430 597</b>	<b>4 851 688</b>
Daň	804 841	739 622	667 417	841 813	921 821
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>2 548 664</b>	<b>2 782 387</b>	<b>2 669 669</b>	<b>3 588 783</b>	<b>3 929 867</b>

<sup>25</sup> Ve finančním plánu na období 2006 – 2009 si společnost stanovila maximální změnu stavu rezerv a opravných položek ve výši 500 000 tis. Kč. Do roku 2012 je tedy prognózován pokles této částky na 300 000 tis. Kč.

#### 4.2.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

Pomocí údajů z rozvahy i výsledovky je sestaven výkaz peněžních toků. Z výsledovky je převzat výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním. Z provozní části výsledovky jsou dále převzaty odpisy. Změna stavu rezerv a opravných položek je vypočtena z údajů rozvahy jako součet ostatních provozních položek a změny stavu rezerv a opravných položek. Úrokové náklady a výnosy jsou rovněž převzaty z rozvahy. Kurzové rozdíly byly odhadnuty z finančního plánu společnosti pro období 2006 – 2009.

Z plánu čistého pracovního kapitálu jsou převzaty meziroční změny zásob, pohledávek a krátkodobých závazků. Peněžní tok z provozní činnosti je pak dopočítán jako rozdíl předchozích položek a placených úroků a daní.

**Tab. 4.7 Peněžní tok z provozní činnosti (v tis. Kč)**

<b>Položka</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Hospodářský výsledek za běžnou činnost před zdaněním</b>	<b>3 353 506</b>	<b>3 522 009</b>	<b>3 337 086</b>	<b>4 430 597</b>	<b>4 851 688</b>
<b>Úpravy o nepeněžní operace</b>	<b>737 979</b>	<b>594 724</b>	<b>911 635</b>	<b>136 343</b>	<b>24 830</b>
Odpisy stálých aktiv, pohledávek a opravných pol. k nabytému majetku	721 036	686 933	1 092 705	374 341	375 435
Změna stavu opravných položek	360 123	261 250	156 786	92 533	26 004
Změna stavu rezerv	0	0	0	0	0
Kurzové rozdíly	-450 000	-400 000	-350 000	-300 000	-300 000
(Zisk) / ztráta z prodeje stálých aktiv	0	0	0	0	0
Úrokové náklady a výnosy	106 820	46 541	12 144	-30 532	-76 609
<b>Úpravy oběžných aktiv (provozně nutných)</b>	<b>-271 067</b>	<b>165 537</b>	<b>375 790</b>	<b>732 669</b>	<b>888 963</b>
Změna stavu pohledávek	-395 956	-22 880	90 606	289 241	335 451
Změna stavu krátkodobých závazků	-2 509	-44 236	45 165	139 162	149 947
Změna stavu zásob	127 398	232 653	240 019	304 266	403 565
<b>Peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a úroky</b>	<b>3 820 418</b>	<b>4 282 269</b>	<b>4 624 511</b>	<b>5 299 609</b>	<b>5 765 481</b>
Placené úroky	-500 827	-500 827	-500 827	-500 827	-500 827
Placené daně	-804 841	-739 622	-667 417	-841 813	-921 821
<b>Peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>2 514 749</b>	<b>3 041 820</b>	<b>3 456 267</b>	<b>3 956 968</b>	<b>4 342 833</b>

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku jsou převzaty z plánu dlouhodobého majetku a investic, který byl sestaven v rámci prognózy generátorů hodnoty (viz dříve Tab. 4.3).

**Tab. 4.8 Peněžní tok z investiční činnosti (v tis. Kč)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Výdaje na pořízení stálých aktiv	-21 984	-21 984	-21 984	-21 984	-21 984
Poskytnuté půjčky a úvěry	-48 675	-48 675	-48 675	-48 675	-48 675
Přijaté úroky	70 865	70 865	70 865	70 865	70 865
<b>Peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>

Finanční Cash flow obsahuje předpokládané výdaje na splátky dlouhodobých závazků, úvěrů a výplat podílů z plánu dlouhodobého financování podniku.

**Tab. 4.9 Peněžní tok z finanční činnosti (v tis. Kč)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Změna stavu dl. závazků a úvěrů	-1 224 932	-630 051	-904 084	-714 670	-96 268
Zvýšení a snížení vlastního kapitálu z vybraných operací	-1 085 405	-2 219 962	-2 341 585	-3 011 961	-4 020 277
<b>Peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-2 310 337</b>	<b>-2 850 013</b>	<b>-3 245 669</b>	<b>-3 726 631</b>	<b>-4 116 545</b>

Celkový peněžní tok je pak vyčíslen jako součet dílčích peněžních toků. Součet počátečního stavu peněžních prostředků a plánovaného celkového peněžního toku vyjadřuje konečný stav peněžních prostředků.

**Tab. 4.10 Peněžní tok celkem (v tis. Kč)**

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Peněžní tok celkem</b>	<b>204 618</b>	<b>192 013</b>	<b>210 804</b>	<b>230 543</b>	<b>226 494</b>
Stav peň. prostředků na počátku účet. období	434 487	639 105	831 119	1 041 922	1 272 465
<b>Stav peň. prostředků na konci účet. období</b>	<b>639 105</b>	<b>831 119</b>	<b>1 041 922</b>	<b>1 272 465</b>	<b>1 498 960</b>

### 4.2.3 Plánovaná rozvaha

Dlouhodobý hmotný majetek je převzat z plánu investic, zásoby a pohledávky z plánu pracovního kapitálu. Peněžní prostředky ke konci roku jsou převedeny z plánu peněžních toků.

**Tab. 4.11 Celková aktiva (v tis. Kč)**

<b>A K T I V A</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>14 475 963</b>	<b>14 350 298</b>	<b>13 806 419</b>	<b>13 776 132</b>	<b>13 725 647</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>6 351 085</b>	<b>5 979 016</b>	<b>5 033 436</b>	<b>4 286 173</b>	<b>3 357 405</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	5 549	10 493	15 739	20 985	26 231
Dlouhodobý hmotný majetek	5 184 776	4 515 978	3 442 199	3 087 877	2 733 555
Pozemky	344 062	344 062	344 062	344 062	344 062
Stavby	500 183	153 076	-194 030	-541 136	-888 242
Samostatné movité věci	1 026 717	705 025	-21 648	-28 863	-36 079
Nedokončený DHM	78 369	78 369	78 369	78 369	78 369
Poskytnuté zálohy na DHM	11 143	11 143	11 143	11 143	11 143
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	3 224 302	3 224 302	3 224 302	3 224 302	3 224 302
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>1 160 760</b>	<b>1 452 546</b>	<b>1 575 499</b>	<b>1 177 311</b>	<b>597 619</b>
Podíly v ovládaných a řízených osobách	15 360	15 360	15 360	15 360	15 360
Ostatní dlouhodobé CP a podíly	2 706	2 706	2 706	2 706	2 706
Pořizovaný dlouhod. finanční majetek	1 142 694	1 434 480	1 557 433	1 159 245	579 553
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>7 984 704</b>	<b>8 231 107</b>	<b>8 632 809</b>	<b>9 349 785</b>	<b>10 228 069</b>
<b>Zásoby</b>	<b>2 044 614</b>	<b>2 277 267</b>	<b>2 517 286</b>	<b>2 821 551</b>	<b>3 225 117</b>
Materiál	730 219	823 692	987 171	1 149 521	1 390 137
Nedokončená výroba a polotovary	1 314 395	1 453 574	1 530 115	1 672 030	1 834 980
Výrobky	48 681	48 452	49 359	52 251	55 605
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>632 857</b>	<b>678 335</b>	<b>740 378</b>	<b>836 015</b>	<b>945 293</b>
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>4 868 128</b>	<b>4 845 248</b>	<b>4 935 854</b>	<b>5 225 095</b>	<b>5 560 546</b>
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>439 105</b>	<b>430 258</b>	<b>439 291</b>	<b>467 124</b>	<b>497 113</b>
<b>Ostatní aktiva - časové rozlišení</b>	<b>140 174</b>	<b>140 174</b>	<b>140 174</b>	<b>140 174</b>	<b>140 174</b>

Základní kapitál je ponechán na současné úrovni. Podnik nevytváří kapitálové fondy a nemá dlouhodobé závazky. Fondy ze zisku jsou ponechány beze změny. Výsledek hospodaření běžného roku je převeden ze závěrečné části výsledovky. Krátkodobé závazky odpovídají vypočteným závazkům z plánu pracovního kapitálu. Bankovní úvěry a výpomoci jsou převzaty z plánovaného splátkového kalendáře společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s.

**Tab. 4.12 Celková pasiva (v tis. Kč)**

<b>P A S I V A</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>14 475 963</b>	<b>14 350 298</b>	<b>13 806 419</b>	<b>13 776 132</b>	<b>13 725 647</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>9 115 667</b>	<b>9 678 091</b>	<b>10 006 175</b>	<b>10 582 997</b>	<b>10 492 587</b>
Základní kapitál	2 600 000	2 600 000	2 600 000	2 600 000	2 600 000
<b>Rezervní a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>637 361</b>	<b>637 361</b>	<b>637 361</b>	<b>637 361</b>	<b>637 361</b>
Zákonný rezervní fond	637 361	637 361	637 361	637 361	637 361
<b>HV minulých let</b>	<b>3 329 641</b>	<b>3 658 343</b>	<b>4 099 145</b>	<b>3 756 853</b>	<b>3 325 359</b>
<b>HV běžného účetního období (+/-)</b>	<b>2 548 664</b>	<b>2 782 387</b>	<b>2 669 669</b>	<b>3 588 783</b>	<b>3 929 867</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>5 307 273</b>	<b>4 619 182</b>	<b>3 747 220</b>	<b>3 140 111</b>	<b>3 180 036</b>
Rezervy	287 358	287 358	287 358	287 358	287 358
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>2 039 746</b>	<b>1 981 706</b>	<b>2 013 828</b>	<b>2 121 389</b>	<b>2 257 582</b>
Závazky z obchodních vztahů	1 947 251	1 889 647	1 900 304	1 985 536	2 113 008
Závazky k zaměstnancům	48 681	48 452	59 230	73 151	77 848
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	29 209	29 071	34 551	36 576	38 924
Stát - daňové závazky a dotace	14 604	14 536	19 743	26 125	27 803
Přijaté zálohy	24 341	38 762	49 359	78 376	83 408
Dohadné účty pasivní a jiné závazky	121 703	121 131	123 396	130 627	139 014
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>2 980 169</b>	<b>2 350 118</b>	<b>1 446 034</b>	<b>731 364</b>	<b>635 096</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	1 752 621	1 122 570	1 122 570	407 900	311 632
Krátkodobé bankovní úvěry	1 227 548	1 227 548	323 464	323 464	323 464
<b>Ostatní pasiva - časové rozlišení</b>	<b>53 024</b>	<b>53 024</b>	<b>53 024</b>	<b>53 024</b>	<b>53 024</b>

### 4.3 Ocenění podniku na základě analýzy výnosů

V této části diplomové práce je provedeno ocenění podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s. pomocí výnosových metod *DCF – Entity*, *DCF – Equity*, *EVA* a metody kapitalizovaných zisků.

#### 4.3.1 Postup sestavení modelu finančních toků

Postup použitý v procesu *DCF* vychází standardním způsobem ze sestavení modelu finančních toků a z odhadu použitých nákladů kapitálu.

Ocenění podniku je provedeno k 1. 1. 2008, neboť jsou k dispozici účetní výkazy společnosti z let 2001 až 2007.

Model prognózy finančních toků je rozdělen na dvě fáze

- období 2008 – 2012 s detailnějším provedením odhadu ročních finančních plánů,
- období od roku 2013, ve kterém jsou budoucí výnosy modelované perpetuitou.

Položky finančního plánu roku 2008 jsou modelovány s využitím hodnot a poměrů vykázaných v roce 2007, v dalších letech se obvykle jedná o určitou extrapolaci historických dat korigovanou podle míry pravděpodobného vlivu.

Pro výpočet volných peněžních toků je třeba nejprve stanovit prognózu celkového investovaného kapitálu. Na základě propočtů této hodnoty se zjistí investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu, které jsou nutné pro stanovení *FCFF*.

**Tab. 4.13 Provozně nutný investovaný kapitál**

Položka (tis. Kč)	Minulost	Prognóza				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý majetek	5 889 377	5 190 325	4 526 470	3 457 937	3 108 862	2 759 786
Čistý pracovní kapitál	5 504 902	5 399 251	5 658 216	5 965 752	6 479 531	7 112 344
<b>Investovaný kapitál</b>	<b>11 394 279</b>	<b>10 589 577</b>	<b>10 184 686</b>	<b>9 423 690</b>	<b>9 588 393</b>	<b>9 872 130</b>

#### 4.3.2 Metoda DCF – Entity

V případě metody *DCF – Entity* se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici vlastníkům a věřitelům. Dvě hlavní veličiny, potřebné pro výpočet *FCFF*, jsou korigovaný provozní výsledek hospodaření *KPHV* a investice *INV*.

*KPHV* je v zásadě provozním výsledkem hospodaření, ve kterém nejsou započítány žádné zisky z prodeje majetku a zahrnuje jen relativně pravidelné výnosy a náklady související s provozními náklady, viz Tab. 4.4.

Daň *D* odpovídá součinu *KPHV* a daňové sazby pro příslušný rok ocenění (2008: 24 %, 2009: 21 %, 2010: 20 %, 2011 až 2013: 19 %).

Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a investice do provozně nutného pracovního kapitálu (*INV-DM* a *INV-PK*) jsou vypočítány jako výše změny těchto položek za daný rok plus odpisy.

Pro ocenění na bázi *DCF – Entity* je třeba stanovit diskontní míru na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu *WACC*. Náklady kapitálu odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku.

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (3.27)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $D$  (*Debt*) je úročený cizí kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  (*Equity*) je vlastní kapitál,  $C=D+E$  je celkový investovaný kapitál.

Postup výpočtu nákladů celkového kapitálu  $WACC$  lze rozdělit do následujících kroků

- určení vah jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu,
- určení nákladů na cizí kapitál,
- určení nákladů na vlastní kapitál,
- propočet průměrných vážených nákladů kapitálu.

#### a) WACC – krok 1: váhy jednotlivých složek kapitálu

V prvním kroku je třeba určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Výpočet je proveden na základě hodnot vykázaných v rozvaze společnosti z roku 2007.

**Tab. 4.14 Váhy položek kapitálu**

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>7 652 407</b>	<b>64,5%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	2 977 553	25,4%
Bankovní úvěry krátkodobé	1 227 548	10,5%
<b>Cizí kapitál celkem</b>	<b>4 205 101</b>	<b>35,5%</b>
<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>11 857 508</b>	<b>100,0%</b>

#### b) WACC – krok 2: náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál  $R_D$  jsou stanoveny jako průměr dlouhodobé a krátkodobé úrokové sazby z přijatých úvěrů společnosti ve výši 5,25 %. Výpočet je zobrazen v Tab. 4.15.

**Tab. 4.15 Náklady na cizí kapitál**

Položka kapitálu	$R_D$	Tržní hodnota (tis. Kč)	Součin
Bankovní úvěry dlouhodobé	5,56%	2 977 553	165 552
Bankovní úvěry krátkodobé	4,50%	1 227 548	55 240
<b>Součet</b>	<b>5,03%</b>	<b>4 205 101</b>	<b>220 792</b>
<b>Průměrné náklady cizího kapitálu</b>			<b>5,25%</b>



### c) WACC – krok 3: náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál  $R_E$  jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Pro stanovení  $R_E$  je uplatněn model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM – Capital Asset Pricing Model*). Odhad  $R_E$  pomocí modelu *CAPM* vychází z následujícího vzorce

$$R_E = R_F + \beta \cdot RPZ, \quad (3.28)$$

kde  $R_F$  je aktuální výnosnost desetiletých vládních dluhopisů ČR,  $\beta$  je Beta faktor stanovený pro skupinu Evraz Group, S.A,  $RPZ$  je riziková premie země.<sup>26</sup>

Výsledná hodnota je podle vzorce 3.28 stanovena následovně

$$R_E = 5,4 \% + 1,56 \cdot 7,10 \%,$$

$$R_E = 16,43 \, \%.$$

### d) WACC – krok 4: výsledný propočet

Závěrečným krokem je propočet průměrných vážených nákladů kapitálu. Nejdříve je vypočten průměrný náklad na všechny druhy kapitálu uvedený v Tab. 4.16. Náklady na cizí kapitál  $R_D$  jsou násobeny výrazem  $(1 - t)$ , kde  $t$  je 19 %.

**Tab. 4.16 Průměrné vážené náklady kapitálu**

Položka kapitálu	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	64,5%	16,4%	10,6%
Cizí kapitál po dani	35,5%	4,3%	1,5%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu</b>			<b>12,1%</b>

Hodnota podniku za 1. fázi je vypočtena ve výši 13 127,241 mil. Kč (viz Tab. 4.17). Pro 2. fázi, která začíná rokem 2013, se předpokládá tempo růstu 1,0 % a míra netto investic do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu 2,95 %.<sup>27</sup>

*FCFF* za rok 2013 je pak vypočten jako součin míry investic a korigovaného hospodářského výsledku *KPHV* ve výši 3 249,715 mil. Kč. Aplikací Gordonova vzorce je získána pokračující hodnota 29 276,712 mil. Kč, pomocí které je vypočtena hodnota 2. fáze.

<sup>26</sup> Beta faktor  $\beta$  odpovídá hodnotám viz: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/Eurocompfirm.xls>, a riziková premie země  $RPZ$  viz: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>.

<sup>27</sup> Míra netto investic do *DM* a *PK* je vypočtena jako poměr *KPHV* po zdanění pro pokračující hodnotu a rozdílem mezi investovaným kapitálem stanoveným pro pokračující hodnotu a invest. kapitálem za rok 2012.

Provozní hodnota brutto *PHb* odpovídá součtu hodnot podniku za 1. a 2. fázi. Celková hodnota ocenění metodou *DCF – Entity* je vypočtena jako rozdíl mezi *PHb* a úročeným cizím kapitálem k datu ocenění *ÚCK*, který je dán součtem výše dlouhodobých a krátkodobých bankovních úvěrů z roku 2007.

**Tab. 4.17 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF – Entity (v tis. Kč)**

Položka	Symbol	Roky (1. fáze)				
		2008	2009	2010	2011	2012
Korigovaný provozní HV	<i>KPHV</i>	3 181 811	3 193 458	2 860 580	3 818 129	4 092 943
Daň	<i>D</i>	763 635	670 626	572 116	725 445	777 659
Korigovaný provozní HV po dani	<i>KPHV-D</i>	2 418 176	2 522 832	2 288 464	3 092 684	3 315 284
Odpisy	<i>ODP</i>	721 036	686 933	1 092 705	374 341	375 435
Investice do provozně nutného DM	<i>INV-DM</i>	21 984	21 984	21 984	21 984	21 984
Investice do provozně nutného PK	<i>INV-PK</i>	-105 651	258 965	307 536	513 779	632 813
Free Cash Flow to the Firm <sup>28</sup>	<i>FCFF</i>	3 055 545	3 490 713	3 710 688	4 002 789	4 345 516
Diskontní faktor (WACC: 12,10 %)	<i>df<sub>t</sub></i>	0,8921	0,7958	0,7099	0,6333	0,5649
Disk. Free Cash Flow to the Firm	<i>dcFCFF</i>	2 725 732	2 777 813	2 634 133	2 534 780	2 454 784
Hodnota 1. fáze	<i>V<sub>1</sub></i>	13 127 241 tis. Kč				
Pokračující hodnota	<i>PH</i>	29 276 712 tis. Kč				
Hodnota 2. fáze	<i>V<sub>2</sub></i>	16 538 429 tis. Kč				
Provozní hodnota brutto	<i>PHb</i>	29 665 669 tis. Kč				
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	<i>ÚCK</i>	4 205 101 tis. Kč				
Hodnota celkem	<i>V</i>	25 460 568 tis. Kč				

Hodnota podniku za 2. fázi je vypočtena jako součin pokračující hodnoty a diskontu pro rok 2012. Hodnota podniku metodou *DCF – Entity* je 25 460,568 mil. Kč.

#### 4.3.2.1 Analýza citlivosti FCFF

Analýza citlivosti *FCFF* vyjadřuje, jaká hodnota by vyšla, pokud by se změnil některý z hlavních vstupních údajů (*KPHV*, *daň*, *odpisy* nebo *investice*) o určité procento.

Tab. 4.18 zobrazuje údaje pro výpočet *FCFF* při změně o parametr  $\alpha$ . V případě, že by došlo ke změně o  $\pm 1\%$ , hodnota *FCFF* by se zvýšila, příp. snížila o 186,053 mil. Kč.

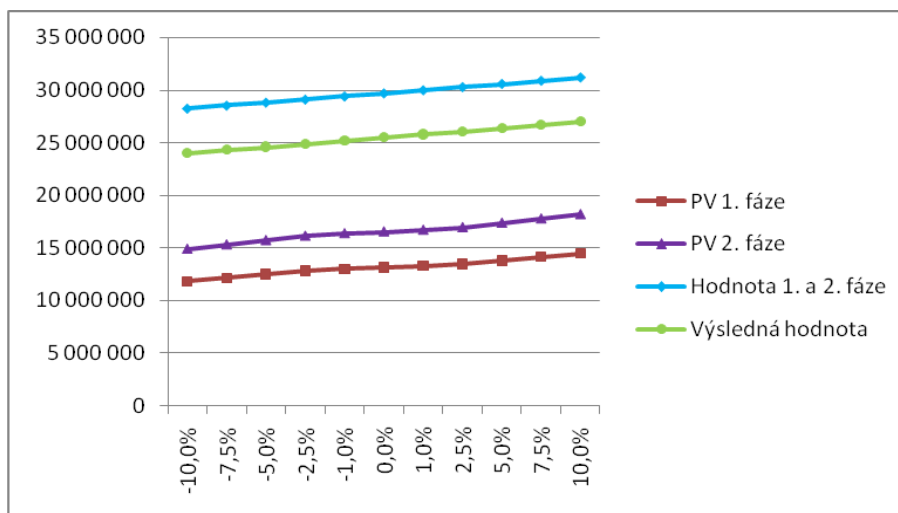
<sup>28</sup> Ve struktuře finančního plánu, tak jak je navržen při sestavování plánu v části 4.2.1, Tab. 4.4, je vyčíslen peněžní tok z provozního majetku. Tento tok se v zásadě shoduje s *FCFF* a v řadě případů je možné jej přímo z plánu převzít. V tomto případě je ale mezi oběma peněžními toky rozdíl – *FCFF* obsahuje navíc v rámci investic do pracovního kapitálu i investice do navýšení peněžních prostředků na potřebnou úroveň.

**Tab 4.18 FCFF při změně vstupních údajů o parametr  $\alpha$  (v tis. Kč)**

Parametr $\alpha$	KPHV	Daň	Odpisy	Investice	FCFF
-10,0%	15 432 228	3 158 532	2 925 405	1 545 626	16 744 726
-7,5%	15 860 901	3 246 269	3 006 666	1 588 560	17 209 857
-5,0%	16 289 574	3 334 006	3 087 927	1 631 494	17 674 989
-2,5%	16 718 247	3 421 743	3 169 189	1 674 428	18 140 120
-1,0%	16 975 451	3 474 385	3 217 945	1 700 188	18 419 199
0,0%	17 146 920	3 509 480	3 250 450	1 717 362	18 605 251
1,0%	17 318 389	3 544 575	3 282 954	1 734 536	18 791 304
2,5%	17 575 593	3 597 217	3 331 711	1 760 296	19 070 383
5,0%	18 004 266	3 684 954	3 412 972	1 803 230	19 535 514
7,5%	18 432 939	3 772 691	3 494 233	1 846 164	20 000 645
10,0%	18 861 612	3 860 428	3 575 495	1 889 098	20 465 776

Následující Graf 4.2 zobrazuje současnou hodnotu 1. a 2. fáze, souhrnnou hodnotu za obě fáze a výslednou hodnotu vlastního kapitálu podle *DCF – Entity* při změně o parametr  $\alpha$ .

**Graf 4.2 Analýza citlivosti: hodnota podniku metodou DCF – Entity**



Při změně parametru  $\alpha$  o  $\pm 1 \%$ , by se výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku metodou *DCF – Entity* zvýšila, případně snížila o 296,657 mil. Kč.

### 4.3.3 Metoda DCF – Equity

*DCF – Equity* se od metody *DCF – Entity* liší především způsobem výpočtu volných peněžních toků a použitou diskontní mírou. Volné peněžní toky pro vlastníky *FCFE* lze vypočíst pomocí *FCFF* úpravou o následující položky

- úroky z cizího kapitálu snížené o daňový štít, tj.  $úrok \cdot (1 - t)$ ,
- splátky úročeného cizího kapitálu,
- + nově přijatý úročený cizí kapitál.

Tyto peněžní toky jsou pak diskontovány náklady vlastního kapitálu. Pokračující hodnota je opět stanovena na základě Gordonova vzorce.

**Tab. 4.19 Výpočet hodnoty podniku metodou DCF – Equity (v tis. Kč)**

Položka	Symbol	Roky (1. fáze)				
		2008	2009	2010	2011	2012
<b>Free Cash Flow to the Firm</b>	<b><i>FCFF</i></b>	<b>3 055 545</b>	<b>3 490 713</b>	<b>3 710 688</b>	<b>4 002 789</b>	<b>4 345 516</b>
-Úroky z CK sníženého o daňový štít	$U_{CK-t}$	167 802	120 621	94 124	62 346	30 160
+Saldo úvěrů	$S$	1 755 237	1 720 067	541 950	16 694	538 828
<b>Free Cash Flow to the Equity</b>	<b><i>FCFE</i></b>	<b>4 642 981</b>	<b>5 090 159</b>	<b>4 158 515</b>	<b>3 957 137</b>	<b>4 854 183</b>
Diskontní faktor ( $R_E$ : 16,43 %)	$df_t$	0,8589	0,7377	0,6337	0,5443	0,4675
<b>Disk. Free Cash Flow to the Equity</b>	<b><i>dcFCFE</i></b>	<b>3 987 924</b>	<b>3 755 185</b>	<b>2 635 047</b>	<b>2 153 680</b>	<b>2 269 166</b>
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b><math>V_1</math></b>	<b>14 801 002 tis. Kč</b>				
Pokračující hodnota	$PH$	21 066 479 tis. Kč				
<b>Hodnota 2. fáze</b>	<b><math>V_2</math></b>	<b>9 847 865 tis. Kč</b>				
<b>Hodnota celkem</b>	<b><math>V</math></b>	<b>24 648 867 tis. Kč</b>				

Hodnota vlastního kapitálu společnosti stanovená dvoufázovou metodou činí 24 648,867 mil. Kč, hodnota 1. fáze je 14 801,002 mil. Kč a 2. fáze 9 847,865 mil. Kč.

### 4.3.4 Metoda kapitalizovaných zisků

V této části je použita paušální metoda kapitalizovaných zisků. Paušální metoda je jistou formou odhadu dolní hranice výnosové hodnoty podniku. Je to hodnota, která měří výnosový potenciál podniku existující k datu ocenění.

Upravený hospodářský výsledek *UHV* před odpisy je vypočten jako hospodářský výsledek před zdaněním snížený o finanční výnosy, mimořádné výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, a zvýšený o odpisy, mimořádné náklady a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku. Pro výpočet *UHV* před odpisy je zjištěný výsledek přepočítán cenovým indexem na ceny k datu ocenění.

Cenový index řetězový  $CI_R$  je např. pro rok 2003 vypočten následovně

$$CI_R = (inlace_{2003} + 100)/100. \quad (3.29)$$

Cenový index bazický  $CI_B$  je pro rok 2003 zjištěn na základě  $CI_R$ ,

$$CI_B = 1/CI_{R2004} \cdot CI_{R2005} \cdot CI_{R2006} \cdot CI_{R2007}. \quad (3.30)$$

$UHV$  upravený o inflaci je vypočten jako podíl  $UHV$  před odpisy a  $CI_B$ . Trvale udržitelný zisk před odpisy odpovídá váženému průměru minulých upravených výsledků.

Kalkulovaná úroková míra  $R_E$  bez inflace, je vypočtena jako rozdíl mezi náklady na vlastní kapitál  $R_E$ , tj. 16,43 % a předpokládanou dlouhodobou inflací ve výši 2,0 %. Daňový základ odpovídá trvale udržitelnému zisku  $Z$  sníženému o odpisy společnosti z roku 2007.

**Tab. 4.20 Ocenění podniku paušální metodou kapitalizovaných zisků (v tis. Kč)**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>HV před zdaněním</b>	<b>143 399</b>	<b>1 566 360</b>	<b>2 620 729</b>	<b>3 100 014</b>	<b>3 182 944</b>
(+) odpisy	480 919	431 978	426 704	422 536	719 942
(-) Finanční výnosy	-1 740	-3 211	-27 292	-118 856	-158 924
(-) Tržby z prodeje DM	-52 226	-36 514	-106 595	-96 195	-40 070
(+) Zůst.cena prodaného DM	22 857	28 623	28 532	27 623	36 017
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
<b>Upravený HV před odpisy</b>	<b>593 209</b>	<b>1 987 236</b>	<b>2 942 078</b>	<b>3 335 122</b>	<b>3 739 909</b>
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,001</i>	<i>1,028</i>	<i>1,019</i>	<i>1,025</i>	<i>1,028</i>
<i>Cenový index bazický vztahený k roku 2007</i>	<i>0,906</i>	<i>0,931</i>	<i>0,487</i>	<i>0,973</i>	<i>1,000</i>
<b>UHV upravený o inflaci</b>	<b>654 775</b>	<b>2 133 736</b>	<b>6 040 086</b>	<b>3 428 505</b>	<b>3 739 909</b>
Váhy	1	2	3	4	5
UHV upravený o inflaci-váhy	654 775	4 267 471	18 120 258	13 714 022	18 699 545
<b>Trvale udržitelný zisk před odpisy a daní (55 456 071 / 15)</b>	<b>3 697 071</b>				
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	2 977 129				
Daň	565 655				
<b>Trvale udržitelný zisk po dani</b>	<b>3 131 417</b>				
Předpokládaná dlouhodobá inflace	2,0%				
<b>Kalkulovaná úroková míra ( <math>R_E</math> bez inflace)</b>	<b>14,43%</b>				
<b>Hodnota vlastního kapitálu</b>	<b>21 706 757</b>				

Hodnota vlastního kapitálu podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s. zjištěná metodou kapitalizovaných zisků činí 21 706,757 mil. Kč. Jedná se o ocenění současného potenciálu podniku, které nezachycuje růstové příležitosti. Tuto hodnotu lze považovat za dolní odhad výnosové hodnoty podniku.

#### 4.3.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pro výpočet *EVA* je třeba mít k dispozici následující údaje

- *NOPAT* (*net operating profit after taxes*): je operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní,
- *NOA* (*net operating assets*): čistá operační aktiva, odpovídají provozně nutnému investovanému kapitálu.

*NOPAT* odpovídá *KPHV* po dani, který je tvořen pouze tržbami za prodej zboží a provozními nákladovými položkami. Tento výsledek před daní je převzat z plánované výsledovky, viz Tab. 4.4 *NOA* odpovídá provozně nutnému investovanému kapitálu, vypočteném v Tab. 4.13.

Ukazatel *EVA* je pak pro jednotlivé roky vypočten jako *NOPAT* snížený o součin *WACC* a  $NOA_{t-1}$ .

**Tab. 4.21 Metoda EVA – vstupní veličiny**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NOPAT	2 394 421	2 418 176	2 522 832	2 288 464	3 092 684	3 315 284	3 348 436
NOA	11 394 279	10 589 577	10 184 686	9 423 690	9 588 393	9 872 130	9 872 130
WACC x $NOA_{t-1}$		1 378 708	1 281 339	1 232 347	1 140 266	1 160 196	1 194 528
<b>EVA</b>		<b>1 039 468</b>	<b>1 241 493</b>	<b>1 056 117</b>	<b>1 952 418</b>	<b>2 155 088</b>	<b>2 153 909</b>
Odúročitel pro disk. míru: 12,1 %		0,8921	0,7958	0,7099	0,6333	0,5649	1,0000
<b>Diskont. EVA</b>		<b>927 269</b>	<b>987 946</b>	<b>749 713</b>	<b>1 236 375</b>	<b>1 217 410</b>	

Pokračující hodnota podniku je vypočtena podle následujícího vzorce

$$PH = \frac{EVA_{T+1}}{WACC - g} = \frac{2153909}{0,121 - 0,01} = \mathbf{19\,404\,582\,tis.\,Kč.}$$

Hodnota 2. fáze podniku je vypočtena jako součin pokračující hodnoty a odúročitele pro rok 2012. Ukazatel *MVA* odpovídá součtu 1. a 2. fáze podniku. Rozdílem mezi *MVA* a hodnotou *NOA* k datu ocenění je zjištěna provozní hodnota brutto, výsledná hodnota ocenění metodou *EVA* je pak stanovena rozdílem této hodnoty a úročeným cizím kapitálem k datu ocenění.

**Tab. 4.22 Metoda EVA – výnosové ocenění (v tis. Kč)**

Současná hodnota 1. fáze	5 118 713
Současná hodnota 2. fáze	10 961 658
<b>MVA</b>	<b>16 080 371</b>
NOA k datu ocenění	11 394 279
<b>Provozní hodnota brutto</b>	<b>27 474 650</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	4 205 101
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>23 269 549</b>
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA</b>	<b>23 269 549</b>

#### 4.3.5.1 Analýza citlivosti ukazatele EVA

Analýzu citlivosti ukazatele *EVA* na změnu hodnoty investovaného kapitálu *NOA* lze vyjádřit následovně

$$EVA_{1+\alpha} = NOPAT - NOA \cdot (1+\alpha) \cdot WACC, \text{ nebo}$$

$$EVA_{\alpha} = NOPAT - NOA \cdot \alpha \cdot WACC,$$

kde  $\alpha$  charakterizuje relativní odchylku, která může být kladná nebo záporná. Pomocí první rovnice je vyjádřena celková hodnota včetně odchylky, u druhé rovnice pak pouze odchylka.

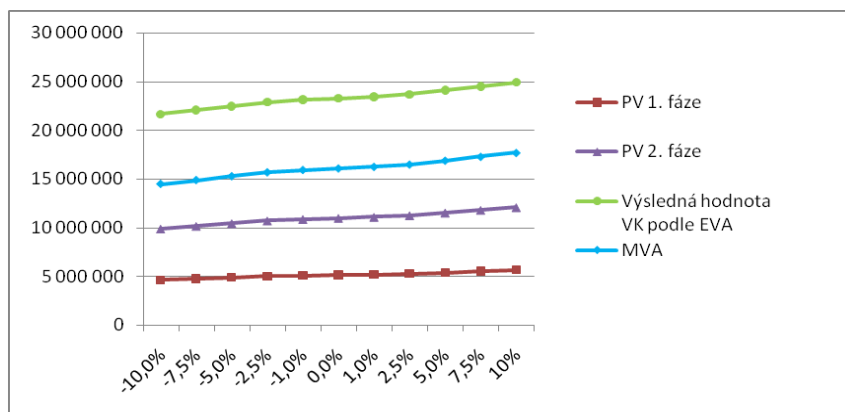
Tab. 4.23 zobrazuje hodnoty ukazatele *EVA* při změně vstupních údajů o parametr  $\alpha$ . V případě, že by došlo ke změně o  $\pm 1\%$ , *EVA* by se zvýšila, příp. snížila o 95,985 mil. Kč.

**Tab. 4.23 EVA při změně vstupních údajů o parametr  $\alpha$  (v tis. Kč)**

<b>Parametr <math>\alpha</math></b>	<b>NOPAT</b>	<b>NOA</b>	<b>WACC x NOA<sub>t-1</sub></b>	<b>EVA</b>
<b>-10,0%</b>	15 298 145	53 666 394	6 648 645	8 638 643
<b>-7,5%</b>	15 723 093	55 157 127	6 833 330	8 878 606
<b>-5,0%</b>	16 148 042	56 647 860	7 018 014	9 118 568
<b>-2,5%</b>	16 572 990	58 138 593	7 202 699	9 358 530
<b>-1,0%</b>	16 827 959	59 033 033	7 313 509	9 502 508
<b>0,0%</b>	16 997 939	59 629 327	7 387 383	9 598 493
<b>1,0%</b>	17 167 918	60 225 620	7 461 257	9 694 477
<b>2,5%</b>	17 597 116	61 120 060	7 572 068	9 838 455
<b>5,0%</b>	18 026 314	62 610 793	7 756 752	10 078 417
<b>7,5%</b>	18 455 512	64 101 526	7 941 437	10 318 379
<b>10,0%</b>	18 884 710	65 592 259	8 126 122	10 558 342

Následující Graf. 4.3 zobrazuje současnou hodnotu 1. a 2. fáze, *MVA* a výslednou hodnotu vlastního kapitálu podle *EVA* při změně parametru  $\alpha$ .

**Graf 4.3 Analýza citlivosti: hodnota podniku metodou EVA**



Při změně parametru  $\alpha$  o  $\pm 1$  %, by se výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku podle *EVA* zvýšila, příp. snížila o 160,804 mil. Kč.

#### 4.3.6 Shrnutí výsledků ocenění

V předchozích částech byly použity některé výnosové metody ocenění, díky kterým bylo dosaženo různých výsledků ocenění společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s., které jsou souhrnně uvedeny v Tab. 4.24.

**Tab. 4.24 Přehled výsledků ocenění společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. (v tis. Kč)**

Použitá metoda ocenění	Výsledná hodnota ocenění
DCF – Entity	25 460 568
DCF – Equity	24 648 867
Kapitalizovaný zisk	21 706 757
EVA	23 269 549

Odhadnutý budoucí volný peněžní tok *FCFF* pro vlastníky a věřitele má vyšší hodnotu než volný peněžní tok pro vlastníky *FCFE*, výsledná hodnota ocenění metodou *DCF – Entity* ve výši 25 460,568 mil. Kč je tedy vyšší než hodnota 24 648,867 mil. Kč při použití *DCF – Equity*. Metodou *EVA* bylo dosaženo hodnoty 23 269,549 mil. Kč. Dolním limitem výnosového ocenění je hodnota vypočtená metodou kapitalizovaných zisků, a to 21 706,757 mil. Kč.

Výsledná tržní hodnota podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s., stanovená na úrovni váženého průměru metod *DCF – Entity* a *EVA*, činí 24 365,058 mil. Kč.



#### 4.4 Celkové shrnutí k ocenění podniku cyklického odvětví

V diplomové práci je konkrétním oceňovaným podnikem cyklického odvětví společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s., která se řadí do odvětví ocelářského průmyslu, a v České republice patří k největším producentům oceli a ocelových výrobků.

Při ocenění podniku byl použit následující postup: sběr dat, analýza dat, sestavení finančního plánu a ocenění.

Analýza dat se skládá ze strategické analýzy, finanční analýzy, prognózy generátorů hodnoty a sestavení finančního plánu podniku.

Strategická analýza obsahuje analýzu vnějšího a vnitřního prostředí. Analýza vnějšího prostředí se zaměřuje na vývoj základních makroekonomických veličin a analýza vnitřního prostředí charakterizuje odvětví hutnictví v ČR, konkurenční sílu podniku, odběratele a zaměstnance. Finanční analýza obsahuje analýzu absolutních ukazatelů, analýzu poměrových ukazatelů a Douchovu analýzu.

Součástí kapitoly zabývající se oceňováním podniku je prognóza generátorů hodnoty, finanční plán podniku pro období 2008 – 2012 a výsledné ocenění provedené k 1. 1. 2008.

Analýza a prognóza generátorů hodnoty obsahuje analýzu základních veličin – např. tržby, marže provozního zisku, čistý pracovní kapitál, investice, diskontní míra, atd. Zisková marže se od roku 2001 postupně zvýšila ze 7,65 % na 25,41 % v roce 2007. Až do roku 2012 by se měla pohybovat okolo 25 %. Čistý pracovní kapitál, který je vypočítán na základě odhadnutých dob obratu a provozně potřebné výše peněžních prostředků, by měl od roku 2007, kdy dosáhl hodnoty 5 504,902 mil. Kč, až do roku 2009 klesat. Pro rok 2010 je prognózován růst na 5 783,126 mil. Kč. Rostoucí trend by měl vykazovat i v dalších letech. Investice do dlouhodobého majetku pro 2008 až 2012 jsou odhadnuty na základě výpočtu náročnosti růstu tržeb v letech 2001 – 2007. Celkové odhadované investice jsou 109,918 mil. Kč, pro každý rok prognózovaného období připadají investice ve výši 21,984 mil. Kč.

Finanční plán společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. je sestaven pro období 2008 až 2012. Pro sestavení výkazu zisku a ztráty byly stanoveny úrokové sazby ve výši 5,6 % pro dlouhodobé úvěry a 4,5 % pro úvěry krátkodobé.<sup>29</sup>

---

<sup>29</sup> Úrokové sazby z úvěrů odpovídají váženému průměru úrokových sazeb z přijatých úvěrů společnosti. Jejich hodnota je propočtena podle údajů uvedených ve výročních zprávách společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s.

Podle výsledků zjištěných z plánovaného výkazu zisku a ztráty by měl výsledek hospodaření za účetní období dosáhnout v roce 2008 přibližně 2 549 mil. Kč, do roku 2012 se předpokládá růst na téměř 3 930 mil. Kč.

Následně byla sestavena prognóza Cash flow. Peněžní tok z provozní činnosti je prognózován pro rok 2008 ve výši 2 514,749 mil. Kč, do roku 2012 by se měl postupně zvyšovat na 4 342,833 mil. Kč. Konečný stav peněžních prostředků, vypočítaný jako součet počátečního stavu peněžních prostředků a plánovaného celkového peněžního toku, by měl do roku 2012 růst, a to ze 434,487 mil. Kč v roce 2007 na 1 498,960 mil. Kč v roce 2012.

Jako poslední finanční výkaz je sestavena rozvaha. Výše dlouhodobého hmotného majetku je převzata z plánu investic, zásoby a pohledávky z plánu čistého pracovního kapitálu. Peněžní prostředky ke konci roku jsou převedeny z plánu peněžních toků. Podle prognózy by měla celková aktiva a pasiva až do roku 2012 klesat, s výjimkou v roce 2008, kdy je prognózován růst na 14 475,963 mil. Kč (v roce 2007: 14 395,925 mil. Kč). V roce 2012 by měla celková aktiva dosahovat hodnoty 13 725,647 mil. Kč. Výše stálých aktiv by měla klesat z 6 351,085 mil. Kč v roce 2008 na 3 357,405 mil. Kč v roce 2012. Naopak oběžná aktiva mají od roku 2008 růst ze 7 984,704 mil. Kč na 10 228,069 mil. Kč v roce 2010. Vlastní kapitál by se měl postupně zvýšit na 10 492,587 mil. Kč a cizí kapitál snížit na 3 180,036 mil. Kč v roce 2012.

Výsledné ocenění podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s. je provedeno výnosovými metodami *DCF – Entity*, *DCF – Equity*, *EVA* a metodou kapitalizovaných zisků. Model finančních toků je rozdělen do dvou fází, na období 2008 – 2012, a na období od roku 2013. Průměrné náklady na cizí kapitál  $R_D$  byly vypočteny pomocí dlouhodobé (5,56 %) a krátkodobé (4,50 %) úrokové sazby z přijatých úvěrů společnosti ve výši 5,25 %. V druhé fázi společnost předpokládá konstantní růst volných peněžních toků  $g$  o 1,0 %. Rozdíl mezi metodou *DCF – Entity* a *DCF – Equity* spočívá v odhadu úrokové míry. U *DCF – Entity* jsou použity náklady celkového kapitálu ve výši 12,10 %, u metody *DCF – Equity* je počítáno s náklady na vlastní kapitál, jejichž výše je 16,43 %. Celková hodnota podniku zjištěná metodou *DCF – Entity* činí 25 460,568 mil. Kč. Hodnota ocenění metodou *DCF – Equity* je 24 648,867 mil. Kč. Nejnižší hodnotu má ocenění získané paušální metodou kapitalizovaných zisků, a to 21 706,757 mil. Kč. V případě výpočtu hodnoty podniku metodou *EVA* činí výsledná hodnota ocenění 23 269,549 mil. Kč.

## 5 Závěr

Diplomová práce byla zaměřena na ocenění podniku cyklického odvětví. Konkrétním oceňovaným podnikem v této práci byla společnost Evraz Vítkovice Steel, a.s., zabývající se výrobou a zpracováním oceli.

Úvodní část práce obsahuje vysvětlení pojmu cyklické odvětví, analýzu ocelářského průmyslu, jehož součástí je oceňovaný podnik, a rovněž samotnou charakteristiku oceňované společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. Popis ocelářského průmyslu je rozdělen do dvou částí, na světový ocelářský průmysl, obsahující největší výrobce oceli na světě, a na ocelářství v České republice.

Součástí této kapitoly je rovněž strategická a finanční analýza. Strategická analýza obsahuje analýzu vnějšího a vnitřního prostředí podniku. Analýza vnějšího prostředí byla zaměřena na analýzu hospodářského růstu, vývoj inflace, situaci na trhu práce, analýzu akciového trhu, atd. Analýza vnitřního prostředí se zabývala charakteristikou odvětví hutnictví v ČR, jehož je podnik součástí, a rovněž analýzou konkurenční síly podniku, odběratelů, zaměstnanců, a v neposlední řadě prognózou odvětví.

Finanční analýza byla zaměřena na analýzu absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů, a také na bonitní Douchovu analýzu. Analýza absolutních ukazatelů obsahuje vertikální a horizontální analýzu rozvahy, horizontální analýzu výkazu zisku a ztráty a horizontální analýzu výkazu Cash flow. Analýza poměrových ukazatelů se zabývá základními ukazateli likvidity, rentability, zadluženosti, aktivity a Cash flow.

Kapitola, která byla zaměřena na popis vybraných metod oceňování podniku, obsahovala charakteristiku postupu, kterým se společnost řídí při stanovování hodnoty. Dále byly v této části uvedeny jednotlivé metody oceňování podniku, a to výnosové, majetkové, tržního porovnání a kombinované, a rovněž aktivní a pasivní metody oceňování za rizika.

Výsledné ocenění společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. bylo provedeno v kapitole zaměřující se na ocenění podniku cyklického odvětví. Tato část diplomové práce byla rozdělena do podkapitol analýza a prognóza generátorů hodnoty, sestavení finančního plánu, ocenění podniku na základě analýzy výnosů.

V části analýza a prognóza generátorů hodnoty byla provedena prognóza tržeb, ziskové marže, čistého pracovního kapitálu a investic.

Další podkapitola se zaměřuje na sestavení finančního plánu společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. na období 2008 – 2012, pro jehož účely bylo nutné vytvořit plánovanou výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků. Pro odhad některých položek plánovaných výkazů byly použity údaje finančního plánu společnosti schváleného pro období 2006 – 2009.

V podkapitole zabývající se oceněním podniku na základě analýzy výnosů bylo provedeno ocenění společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. metodami *DCF – Entity*, *DCF – Equity*, *EVA* a metodou kapitalizovaných zisků. Postup použitý v procesu *DCF* vychází ze sestavení modelu finančních toků a z odhadu diskontní sazby. Model finančních toků je rozdělen na dvě fáze. První fáze obsahuje detailnější provedení odhadu ročních finančních plánů pro období 2008 – 2012, druhá fáze, ve které jsou budoucí výnosy modelované perpetuitou, je sestavena pro období od roku 2013. Nejvyšší ocenění bylo dosaženo metodou *DCF – Entity* ve výši 25 460,568 mil. Kč. Výsledná tržní hodnota podniku Evraz Vítkovice Steel, a.s., stanovená na úrovni váženého průměru metod *DCF – Entity* a *EVA*, činí 24 365,058 mil. Kč.

## Seznam použité literatury

### a) Knihy

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

FOTR, Jiří; SOUČEK, Ivan. *Podnikatelský záměr a investiční rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2005. 356 s. ISBN 80-247-0939-2.

HNILICA, Jiří; FOTR, Jiří. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 262 s. ISBN 978-80-247-2560-4.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th ed. Hoboken: Wiley, 2005. xviii, 742 s. ISBN 0-471-70221-8.

MARŠÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MARŠÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

NÝVLTOVÁ, Romana; REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

### b) elektronické publikace

*Data a grafy zpracovatelského průmyslu: OKEČ 27*. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR [online]. Březen 2009 [cit. 2009-07-01].

Dostupný z WWW: <<http://download.mpo.cz/get/37815/42194/503639/priloha012.pdf>>.

*Informace o výsledcích restrukturalizace českého ocelářského průmyslu*. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR [online]. Květen 2009 [cit. 2009-07-01].

Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument44570.html>>.

*Výroční zprávy společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. z let 2001 – 2007*. Evraz Vítkovice Steel, a.s. [online]. Červen 2009 [cit. 2009-07-06].

Dostupný z WWW: <<http://www.evraz.cz/ekonomicke-informace/>>.

*Změny a image ocelářství*. Hutnictví železa, a.s. [online]. Listopad 2008 [cit. 2009-07-07].

Dostupný z WWW: <<http://www.hz.cz/cz/zmeny-a-image-ocelarstvi>>.

## Seznam zkratek a symbolů

$\alpha$	Relativní odchylka
APV	Metoda upravené současné hodnoty
$\beta$	Beta faktor
BV	Účetní hodnota
C	Celkový investovaný kapitál
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash Flow
$CI_B$	Cenový index bazický
$CI_R$	Cenový index řetězový
CK	Cizí kapitál
CP	Cenný papír
CZK	Česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČRA	Časové rozlišení aktivní
ČRP	Časové rozlišení pasivní
D	Cizí kapitál; Daň
DCF	Diskontovaný peněžní tok
dcFCFE	Diskontovaný volný peněžní tok pro vlastníky
dcFCFF	Diskontovaný volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
DDM	Dividendový diskontní model
$df_t$	Diskontní faktor
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DIČ	Daňové identifikační číslo
DIV	Dividenda
DJIA	Dow Jones Industrial Average
DM	Dlouhodobý majetek
E	Vlastní kapitál
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie

EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFD	Volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFE <sub>U</sub>	Volné finanční toky nezadlužené firmy
FCFF	Volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	Tempo růstu
HDP	Hrubý domácí produkt
HV	Hospodářský výsledek
IČ	Identifikační číslo
INV	Investice
INV-DM	Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku
INV-PK	Investice do provozně nutného pracovního kapitálu
K	Celková tržní hodnota investovaného kapitálu
KPHV	Korigovaný provozní hospodářský výsledek
KPHV-D	Korigovaný provozní hospodářský výsledek po dani
KZ	Krátkodobé závazky
MV	Tržní hodnota
MVA	Tržní přidaná hodnota
NAFTA	Severoatlantická zóna volného obchodu
NOA	Investovaný kapitál
NOPAT	Provozní hospodářský výsledek po zdanění
NYSE	New York Stock Exchange
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
PH	Pokračující hodnota
PHb	Provozní hodnota brutto
PK	Pracovní kapitál
POHL	Pohledávky
PP	Peněžní prostředky
R	Náklady kapitálu (Kalkulovaná úroková míra)
R <sub>1</sub>	Náklady kapitálu v 1. fázi
R <sub>2</sub>	Náklady kapitálu ve 2. fázi

$R_D$	Náklady na cizí kapitál
$R_E$	Náklady na vlastní kapitál
$R_U$	Náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy
ROA	Rentabilita aktiv
ROC	Rentabilita nákladů
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROIC	Rentabilita investovaného kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
RPZ	Riziková premie země
$R_U$	Náklady kapitálu nezádlužené firmy
S	Tržby
$S_b$	Substanční hodnota brutto
$S^C$	Čerpání dluhu
$S_n$	Substanční hodnota netto
$S^S$	Splátky dluhu
SPAD	Systém pro podporu trhu akcií a dluhopisů
t	Sazba daně z příjmu
TS	Daňový štít
$U_{CK-t}$	Úroky z cizího kapitálu sníženého o daňový štít
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar
UHV	Upravený hospodářský výsledek
ÚCK	Úročený cizí kapitál k datu ocenění
V	Hodnota firmy
$V_1$	Hodnota 1. fáze
$V_2$	Hodnota 2. fáze
$V_s$	Substanční hodnota podniku
$V_v$	Výnosová hodnota podniku
w	Váha
WACC	Vážené kapitálové náklady
Z	Trvale udržitelný zisk
ZAS	Zásoby



## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 19. srpna 2009

.....  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Klečkova 860/5, 724 00 Ostrava – Stará Bělá

## Seznam příloh

Příloha č. 1	Rozvaha společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. – AKTIVA (v tis. Kč)
Příloha č. 2	Rozvaha společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. – PASIVA (v tis. Kč)
Příloha č. 3	Výkaz zisku a ztráty společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. (v tis. Kč)
Příloha č. 4	Cash flow společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s. (v tis. Kč)
Příloha č. 5	Horizontální analýza aktiv (v %)
Příloha č. 6	Vertikální analýza aktiv (v %)
Příloha č. 7	Horizontální analýza pasiv (v %)
Příloha č. 8	Vertikální analýza pasiv (v %)
Příloha č. 9	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty (v %)
Příloha č. 10	Horizontální analýza výkazu Cash flow (v %)
Příloha č. 11	Poměrové ukazatele společnosti Evraz Vítkovice Steel, a.s.
Příloha č. 12	Bonitní model – Douchova analýza I. a II.
Příloha č. 13	Prognóza vývoje odvětví hutnictví a výroby železa za ČR (v mil. Kč)
Příloha č. 14	Zisková marže
Příloha č. 15	Čistý pracovní kapitál
Příloha č. 16	Dlouhodobý majetek a investice: výpočet koeficientů náročnosti za minulé období: 2001 – 2007
Příloha č. 17	Dlouhodobý majetek a investice: odhad investic pro budoucí období: 2008 –2012
Příloha č. 18	Průměrné vážené náklady kapitálu
Příloha č. 19	Náklady vlastního kapitálu – CAPM s rizikovou prémie země